全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



GOLD FUTURES INVESTMENT

黄金期货投资入门与提高

INTRODUCTION AND IMPROVEMENT

何志刚◎编著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




GOLD FUTURES INVESTMENT

黄金期货投资

入门与提高

何志刚◎编著


中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

黄金期货投资：入门与提高/何志刚编著
北京：中国经济出版社，2010.2
ISBN 978-7-5017-8485-1
Ⅰ.黄… Ⅱ.何… Ⅲ.①黄金市场—期货交易—基本知识 ②黄金市场—投资—基本知识 Ⅳ.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 025568 号

责任编辑 吴航斌 赵静宜
责任印制 石星岳
封面设计 华子图文设计公司

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 三河市佳星印装有限公司
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 17.25
字 数 270 千字
版 次 2010 年 2 月第 1 版
印 次 2010 年 2 月第 1 次
书 号 ISBN 978-7-5017-8485-1/F·7477
定 价 36.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68319116）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68359418 010-68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-68344225 88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

黄金具有商品和金融双重属性，在金融投资领域中具有举足轻重的地位。从投资的角度而言，黄金可以说是每一位投资人士最热门的首选项目之一。从古到今，黄金一直为人们所喜爱，它不仅是一种自然的生产资源，也是一种公认的价值标准。黄金的重要性和价值远远高于那些不可靠、价值不稳定的货币。黄金作为保值工具，可以抵御通货膨胀的威胁，因而在通货膨胀时期尤为各类投资者所偏爱。

近年来，国际黄金现货价格波动剧烈，市场风险加大，而黄金期货可作为黄金生产、经营、加工企业规避市场风险的工具。除风险规避功能外，黄金期货也是一种重要的投资工具，投资者可通过预测分析黄金的价格走向，并选择合适的投资方式获取投资收益。我国作为世界较为重要的黄金生产国和消费国，在国际黄金价格上涨时期，于 2008 年初及时推出黄金期货交易，这不仅有利于投资者规避现货价格风险，也是完善我国期货市场、发展我国黄金市场以及繁荣我国金融市场的需要，将有利于进一步完善我国黄金市场体系和价格形成机制，形成现货市场、远期交易市场与期货市场互相促进、共同发展的良好态势。

对投资者而言，投资黄金及其衍生品，需要掌握黄金投资的有关知识和交易技巧，基于黄金的商品与金融属性，其价格影响因素及投资方式具有一定特殊性。为此，本书拟在详细介绍现有黄金投资方式的基础上，进一步全面介绍黄金期货市场的投资原理与技巧。其内容包括黄金投资市场基本知识、世界黄金交易的发展历史、政治和经济等因素对黄金价格的影响，以及黄金期货套期保值策略与投资技巧。本书通过结合实战案例，使读者掌握黄金投资操作中的基本分析和技术分析等相关投资技巧。任何投资并无必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜的秘技，因而风险控制在黄金期货投资中显得更为重要，为此，本书最后分析了黄金期货投资风险的来源及防范策略。

在本书撰写过程中，我们充分参阅、吸收、借鉴了国内外黄金市场投资理论及实践的最新成果，力图使本书能反映近年来黄金投资市场的发展和投资者的实践经验及教训。本书为从事黄金期货等衍生品的理论研究和投资人士提供有价值的参考，同时对从事实物黄金、纸黄金的投资者也具有一定的指导意义。

本书写作过程中，我所指导的研究生王雷、翁佳燕、倪官良、吴迪良、郑树开、程赵宏、王鹏、孙哲斌、冯尔捷等同学参与了部分章节的资料收集、整理和初稿的撰写以及全文的校对工作。其中，翁佳燕参与第五章的部分内容的撰写，程赵宏参与第六章的撰写，郑树开参与第三章的撰写，吴迪良参与第四章的撰写，倪官良参与第七章的撰写。

由于本人学识水平、时间、精力的局限，加之我国的黄金投资市场也在不断发展过程中，因此书中疏漏在所难免，还请各位读者朋友不吝指教，我将在以后有机会再版时予以完善；而对本书中所存在的任何问题，则由本人负完全责任。

何志刚

2009 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

前　言

第一章　黄金投资概述

第一节　认识黄金／3

一、什么是黄金 …… 3
二、黄金的金融属性 …… 6
三、黄金在货币体系中地位的演变 …… 8

第二节　国际黄金投资市场／13

一、国际黄金投资市场概况 …… 13
二、主要黄金市场概述 …… 15
三、国际黄金市场的交易者 …… 17
四、国际黄金市场的主要交易工具 …… 19

第三节　我国黄金投资市场／21

一、商业银行纸黄金交易市场 …… 22
二、上海黄金交易所 …… 25
三、我国黄金期货市场 …… 32
四、我国黄金投资工具的比较 …… 34

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 黄金期货投资市场

第一节 期货交易概述 / 39
一、商品期货交易的产生 …… 39
二、金融期货交易的产生 …… 40
三、中国期货市场的产生与发展 …… 42
四、期货合约 …… 43
五、期货市场的功能 …… 46

第二节 期货市场的运行 / 48
一、期货市场的组织结构 …… 48
二、期货交易制度 …… 52
三、期货市场的监管 …… 55

第三节 我国黄金期货市场 / 57
一、黄金期货合约 …… 57
二、黄金期货投资的特点 …… 58
三、黄金期货投资的操作 …… 61
四、黄金期货投资的注意事项 …… 63

第三章 黄金期货投资的策略

第一节 黄金期货的套期保值 / 69
一、套期保值交易 …… 69
二、基差与基差风险 …… 74
三、黄金期货套期保值交易的操作策略 …… 77
四、影响企业套期保值决策的因素 …… 79

第二节 黄金期货的投机 / 82
一、投机的概念 …… 82

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、黄金期货投机的基本原理与特征 …… 83
三、黄金期货投机的作用 …… 84
四、黄金期货投机的基本策略 …… 86

第三节 黄金期货的套利／88

一、套利的概念 …… 88
二、黄金期货套利的作用 …… 90
三、黄金期货套利的基本策略 …… 90
四、我国黄金期货套利交易的技巧 …… 95

第四节 黄金期货组合投资策略／96

一、两种经典的组合投资理论 …… 97
二、投资组合的收益与风险 …… 102
三、组合投资策略制定的基本步骤 …… 105
四、黄金期货套期保值与组合投资 …… 106
五、黄金期货与其他资产的比较 …… 107

第四章 黄金期货市场的价格

第一节 国际黄金价格的类型／111

一、按不同的货币划分 …… 111
二、按不同的成色划分 …… 112
三、按不同的市场划分 …… 113
四、按不同的交割时间划分 …… 113
五、按参与黄金交易的不同对象划分 …… 114

第二节 国际黄金市场的定价机制／116

一、伦敦黄金市场的定价机制 …… 116
二、其他黄金市场的定价机制 …… 118

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 黄金期货的理论价格 / 121

一、持有成本模型 …… 121
二、完美市场下的期货合约价格持有成本模型 …… 122
三、非完美市场的持有成本模型 …… 126

第四节 黄金价格的历史走势 / 131

一、20 世纪 70 年代金价飞速上涨 …… 132
二、黄金的 20 年熊市(1980—2000) …… 133
三、黄金进入牛市 …… 133

第五章 黄金期货投资的基本分析

第一节 影响国际黄金价格的主要因素 / 137

一、国际地缘政治事件 …… 138
二、美元走势 …… 139
三、石油价格 …… 140
四、通货膨胀的影响 …… 142
五、其他金融产品价格 …… 143
六、各国的货币政策 …… 144
七、黄金的供求关系 …… 145

第二节 影响我国黄金期货价格的因素 / 146

一、国际黄金价格 …… 147
二、黄金现货价格 …… 147
三、人民币汇率 …… 149
四、股价指数 …… 149

第三节 黄金期货价格模型构建 / 150

一、变量的确定 …… 150
二、黄金期货价格形成机制一般性因素的实证检验 …… 151

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、我国黄金期货价格形成的实证检验 …………………………… 156

第四节 黄金期货价格模型预测运用 / 158

一、多元回归方程预测 …………………………………………… 158
二、自回归单整移动平均模型预测 ……………………………… 159
三、其他预测方法 ………………………………………………… 160

第六章 黄金期货投资的技术分析

第一节 技术分析的理论概述 / 169

一、技术分析发展的回顾 ………………………………………… 169
二、技术分析的理论基础 ………………………………………… 171
三、技术分析的基本理论 ………………………………………… 176

第二节 图表分析 / 182

一、图表分析方法简介 …………………………………………… 182
二、趋势分析 ……………………………………………………… 185
三、价格形态分析 ………………………………………………… 195
四、成交量与持仓量分析 ………………………………………… 215

第三节 指标分析 / 218

一、移动平均线 …………………………………………………… 219
二、价格振动法 …………………………………………………… 224
三、相反意见指标 ………………………………………………… 228

第七章 黄金期货投资的风险及控制策略

第一节 黄金期货投资的风险 / 235

一、期货市场风险的内涵 ………………………………………… 235
二、期货市场风险的分类 ………………………………………… 237

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、黄金期货投资者的风险来源 …… 237

第二节 黄金期货投资的风险控制策略／244

一、代理风险的控制策略 …… 244
二、市场风险的控制策略 …… 245
三、流动性风险的控制策略 …… 248
四、交易风险的控制策略 …… 250
五、法律风险的控制策略 …… 257

参考文献

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　黄金投资概述

本章主要目的是使投资者熟悉黄金市场的基本概况，包括投资工具、交易场所等。为此，我们首先介绍了黄金的特性，其中特别对黄金的金融属性进行了深入讨论；在此基础上，全面介绍了国际黄金市场交易场所、交易工具及交易者构成；最后，对我国商业银行的纸黄金交易和上海黄金交易所黄金延期交易两种投资品种进行了详细的比较分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节　认识黄金



一、什么是黄金

传统意义上的黄金是一般等价物、特殊商品和货币,具有价值和使用价值。牛津当代大辞典对黄金的定义为:金是最富延展性的金属,不易为强酸所侵蚀,但可溶于水,现为世界经济的基本通货,具有公定价格。上述定义表明,黄金具有商品和货币双重属性。

在瑞士信贷银行和中国人民银行编译的黄金手册中对黄金的解释为:黄金是最知名的贵金属,它不易与其他物质发生化学反应,容易储藏和运输,容易锻铸,化学性质稳定,具有良好的导电性,且产量稀少。这使黄金在人类超过7000年的历史中形成了超越种族、宗教和历史界限的吸引力,并承担着国际交换媒介和最终保值工具的经济职能。黄金在金融范畴内是一项安全的价值储藏,一种超国界的交换媒介,一个对投机者和政府货币储备的诱惑。这个解释同样揭示了黄金具有商品属性和货币属性。

(一)黄金的特点

金,英文名 GOLD,化学元素符号 Au,元素周期表第六周期 IB 族元素,原子序数 79,相对原子质量 196.967,是以游离状态存在于自然界并无法人工合成的天然产物,因呈现出黄色,故又被称为黄金。在人类已发现的所有金属中,黄金的韧性和延展性是最好的。1 克黄金可以拉成长 3500 米、直径为 0.0043 毫米的金丝,1000 克黄金可以延展 530 平方米。黄金的密度会随着温度的变化而略有变化,常温下金的密度为 19.29 ~ 19.37 克/立方厘米。由于金锭中含有一定量的气体,因此其密度会略有降低,但经压延后其密度会增大。黄金在自然条件下的挥发性极小,即使在高温条件下的熔炼环境中(1100 ~ 1300 摄氏度),黄金的挥发性损失也很小,一般损耗率只有 0.01 ~0.025%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金具有非常好的导电和导热性能，导电率仅次于铜和银，在金属中位居第三，为银的76.7%，导热率为银的74%。黄金的化学性质非常稳定，在自然界中仅与碲生成天然化合物——碲化金，在低温或高温时均不会被氧直接氧化，而以自然金的形态产出。在常温下，黄金与单独的无机酸均不起作用，但溶于王水、液氯及碱金属或碱土金属的氰化物溶液中。此外，黄金还溶于硝酸与硫酸的混合酸、碱金属硫化物、硫代硫酸盐溶液、多硫化铵溶液及任何能产生新生氯的混合溶液中。

由于黄金在自然界中的存储量少，采掘难度高，花费的劳动量大，因而价值昂贵；同时又具有体积小、重量轻，便于分割和携带，具有良好的物理属性、稳定的化学性质的优点，所以就成为人类社会中最适宜充当货币的特殊商品，使之成为一种同时具有货币商品属性和非货币商品属性的两重性质的特殊商品。

黄金由于其内在性质的不同，会显现出各种不同的属性状态，人们按其是否经过精炼提纯来区分，一般可分为生金和熟金两大类。

1. 生金

生金又称原金，就是人们将从矿山或河床中采掘淘选出来未经精炼提纯加工的自然金统称为生金，也称为天然金。按照生金采掘地点的不同，生金又可分为沙金和矿脉金两种类型。

(1)沙金。沙金是从河床或古河床的泥沙中采掘淘选出来未经精炼提纯的自然黄金。沙金来源于高山上的岩石，是由于露出地面的含金岩石经过风吹雨淋被风化而崩裂，脱离矿脉被雨水冲刷随泥沙顺流而下，冲入河流自然沉淀在河床底层而形成沙金层。沙金的特点是颗粒大小不一，大的像蚕豆，小的似细纱，形状各异。

(2)矿脉金。矿脉金产于矿山，大都是随着地下涌出的热泉水流过岩石缝隙时被沉淀积聚而留下的，故常与其他金属伴生在一起而夹在岩石的缝隙中，采掘时矿工将含有原金的石英岩石一起挖掘，送到地面经过粉碎、研磨、淘选等工艺过程而生产出来的自然金，也称为洞金或山金。

2. 熟金

熟金又称纯金(99.6%)、赤金(99.2%)、色金(99%)等。自然金经过黄金冶炼公司的精炼提纯，并根据生产、流通的需要被加工成各种黄金制品，这些黄金制品就被称为熟金。熟金按其内含其他金属成分的不同，又可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分为清色金、混色金和特制金三种类型。

(1)清色金。清色金,就是熟金制品中只含有银的金属成份,且不管其含金量的高低。

(2)混色金。混色金,就是熟金制品中除含有银的金属成份以外,还含有铜、铅、锑、锡、铁等其他金属成份,不管其含金量的高低,均称为混色金。混色金按含有其他金属种类的多少和含量的高低,又可分为大混金、小混金和特制金等种类。大混金是指银、铜、铅、锑等其他金属成分含量超过 0.3% 以上的各类熟金制品。小混金是指银、铜、铅等其他金属成分含量在 0.3% 以下的各类熟金制品。

(3)特制金。特制金是以熟金为基础,根据其特定的用途人为掺入其他金属成分的黄金制品。特制金既有混色金,也有清色金,为简化分类,通常将其合并成一类。特制金按其用途又可分为焊药金、叶金和工业金等类别。K 金是指银、铜按一定比例,按照足金为 24K 的公式配置成的黄金。K 金含银越多越青,含铜多色泽为紫红,1K =4.1666%。

(二)黄金的工业用途

由于金具备独一无二的完美性质,这种性质是任何一种金属都不具备的,它具有极高的抗腐蚀和稳定性,良好的导电性和导热性。金的原子核具有较大捕获中子的有效截面,对红外线的反射能力接近 100%,在金的合金中具有各种触媒性质,金还有良好的工艺性,极易加工成超薄金箔、微米金丝和金粉,金很容易镀到其他金属和陶器及玻璃的表面上,在一定压力下金容易被熔焊和锻焊,金可制成超导体与有机金等。正因为有这么多优良性质,金被广泛用于最重要的现代高新技术产业中,如电子技术、通讯技术、宇航技术、化工技术、医疗技术等。

黄金是一种稀有贵金属,它的商品属性决定了其具有很多重要的用途:

(1)黄金具有最好的机械加工性能,可拉成几微米直径的细丝,导电性很好而且抗氧化和腐蚀。

(2)黄金膜有优越的反射可见光性能和抗宇宙射线性能。

(3)黄金具有特殊的光电转换性能,广泛用于军工和民用摄像记录技术。

(4)黄金有良好的催化反应活性。低温催化氧化 CO 的性能比铂族金属更好,已广泛用于环保事业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、黄金的金融属性

1. 黄金属性的争论

对于黄金属性的争论由来已久，主要是黄金商品论和黄金货币论的争论。黄金商品论所持的观点是：黄金在70年代就已经非货币化了，同其他商品一样黄金可以对冲通货膨胀；对黄金的需求主要是商品性需求；而黄金货币论所持的观点包括：黄金是永远的天然的货币，政治家的非货币化无法改变这一本质，黄金在价格水平上升的时候并不一定能保值，但它在信用货币体系出现动荡的时候却能保值。对黄金的需求主要是货币性需求。

虽然争论双方所持观点都有一定的道理，但以下几个事实证明了在制度层面上的黄金非货币化并不等于黄金已完全失去了货币职能：外贸结算不再使用黄金，但最后平衡收支时黄金仍是一种贸易双方可以接受的结算方式。黄金非货币化并未规定各国庞大的黄金储备的去向，就连高举黄金非货币化大旗的国际货币基金组织也仅规定处理掉部分黄金储备而保留了大部分黄金储备。20 世纪 90 年代末诞生的欧元货币体系明确黄金占该体系货币储备的 15%，这是黄金货币化的回归。

因此，黄金固然是商品的一种，但是特殊的属性又赋予其无以替代的金融属性。两种不同的属性在不同的时期所表现的形式不同，但黄金的金融属性从来没有也绝不可能消失，黄金也不会退化为简单的贵金属，因此在对黄金的分析中，其金融属性应占主导地位。

黄金的特殊性在于，有两类与价值相连的使用价值，一种作为一般商品的使用价值，另一种是作为货币的使用价值。因此，黄金天生就是商品属性和金融属性的混合物，只不过看在不同时期，哪种属性表现得更为突出而已。从作为货币的角度来讲，黄金的金融属性经历了从弱到强，又从强到弱的过程。

2. 黄金金融属性的内容演变历程

(1)金本位制下的金融属性。在金本位制的货币制度中，黄金是商品交换过程中的主要支付手段。黄金就是货币，具有自由流动、自由铸造和自由进出口三大特征。1816 年，英国正式实行金本位制。到了 19 世纪末，金本位制已经成为世界主导性的货币制度。到 1914 年第一次世界大战爆发，欧洲各国禁止黄金自由进出口，实行黄金管制，金本位制也就此停止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)布雷顿森林国际货币体系下的金融属性。1944年,为了重建千疮百孔的世界经济,联合国筹建了四国代表在美国举行世界货币金融会议,会议确定了布雷顿森林国际货币体系,该体系的核心内容是:

美元是国际货币结算的基础,是主要的国际储备货币;美元与黄金挂钩,其他货币与美元挂钩,美国承担按每盎司35美元的官价兑换黄金的义务;实现固定汇率制。

在该体系中,黄金虽不再用于支付流通,但仍然是国际贸易的重要结算工具和国际货币体系的构筑基础。

(3)牙买加协议后的金融属性。20世纪70年代开始了国际货币体系的改革。1976年1月,国际货币基金组织在牙买加召开会议,通过了《牙买加协议》,重要内容有:

实行浮动汇率;黄金非货币化;确定以特别提款权取代黄金作为国际储备资产;扩大对发展中国家的资金融通;增加会员基金份额。

该协议也是黄金非货币化的开始,对黄金的货币职能做出了限制。正是在历史上扮演的特殊角色,使得黄金除了基本商品所必备的使用价值之外还具有特殊的光芒。在1996年9月26日欧洲15国央行的声明中,再次确认黄金仍是公认的金融资产。

3. 基于黄金金融属性的用途

1. 国际储备

国际储备是一国货币当局为弥补国际收支逆差,维持本国货币汇率的稳定以及应付各种紧急支付而持有的、为世界各国所普遍接受的资产。能够作为国际储备的资产必须具有如下特性:

(1)公认性。国际储备资产应该是能为世界各国在事实上普遍承认和接受的资产,如果该资产不能为世界各国普遍承认和接受,就不能充当国际储备资产。

(2)流动性。国际储备资产必须具有充分的流动性,能在其各种形式之间自由兑换,各国政府或货币当局必须能无条件地获得并在必要的时候动用这些资产

(3)稳定性。国际储备资产的内在价值必须相对稳定。由于黄金的优良特性,历史上黄金充当货币的职能,如价值尺度、流通手段、贮藏手段、支付手段和世界货币。20世纪70年代以来,黄金与美元脱钩后,黄金的货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职能也有所减弱，但仍保持一定的货币职能。目前许多国家，包括西方主要国家国际储备中，黄金仍占有相当重要的地位。

2. 保值需求

在通货膨胀时期（负利率时代），为了避免货币购买力的损失，实物资产包括不动产、贵金属（黄金、白银等）、珠宝、古董、艺术品等往往会成为资金追逐的对象。黄金由于其价值的永恒性和稳定性，作为实物资产即成为货币资产的理想替代品，发挥保值的功能。但单纯存储黄金的行为没有利息收益，而且还需支付存储保管费用，因此众多黄金衍生工具随之诞生。

3. 避险需求

“乱世买黄金，盛世买古董”的传统智慧已延续千年，黄金在乱世成为逃难、避灾、安身立命的最佳选择。现今，在某些国家，局势动荡或政局不稳时会直接影响经济的稳定性及投资者对经济的信心，引起股市下滑，资金有寻求避风港的需求；同时伴随着该地区国家货币的贬值，甚至在政局更替的情况下，手中持有的货币更有可能变得一文不值。因此黄金价值高、易储存、流动性高和被普遍接受的特点使其替代货币成为财富的理想载体，发挥避险的功能。比如在美国入侵伊拉克前夕，中东地区即掀起了抢购黄金的浪潮。

4. 用作珠宝装饰

黄金历来是财富和身份的象征，近年来珠宝装饰领域对黄金的需求呈快速增长的趋势。尤其是随着亚洲国家生活水平的提高，该地区成为黄金消费增长最快的地区。据世界黄金协会的数据，2004 年黄金消费需求大幅上升 7%，其中全球最大黄金市场印度的消费需求增长 17%，中国的需求量上升 13%，其中主要为珠宝商和零售投资的需求。

三、黄金在货币体系中地位的演变

1. 皇权垄断时期（19 世纪以前）

在 19 世纪之前，因为黄金极其稀有，黄金基本上成为帝王独占的财富和权势的象征；或为神灵拥有，成为供奉器具和修饰保护神灵形象的材料。虽然公元前 6 世纪就出现了世界上的第一枚金币，但一般平民很难拥有黄金。黄金矿山也属皇家所有，当时黄金是由奴隶、犯人在极其艰苦恶劣的条件下开采出来的。黄金史学家格林就指出：“古埃及和古罗马的文明是由黄金培

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

植起来的"。掠取占有更多的黄金是古埃及、古罗马统治者黩武的动力。16世纪殖民者为了掠夺黄金而杀戮当地民族，毁灭文化遗产，在人类文明史上留下了血腥的一页。抢掠与赏赐成为黄金流通的主要方式，自由交易的市场交换方式难以发展，即使存在，也因黄金的专有性而限制了黄金的自由交易规模。

2. 金本位时期（19世纪初至20世纪30年代）

进入19世纪，先后在俄国、美国、澳大利亚和南非以及加拿大发现了丰富的金矿资源，使黄金生产力迅速发展。仅19世纪后半叶，人类生产的黄金就超过了过去5千年的产量总和。由于黄金产量的增加，人类增加黄金需求才有了现实的物质条件，以黄金生产力的发展为前提，人类进入了一个金本位时期。货币金本位的建立意味着黄金从帝王专有，走向了广阔的社会，从狭窄的宫廷范畴进入了平常的经济生活，从特权华贵的象征演变为资产富有的象征。金本位制始于1816年的英国，到19世纪末，世界上主要的国家基本上都实行了"金本位"。

1914年第一次世界大战时，全世界已有59个国家实行金本位制。金本位制具有如下特点：(1)黄金在国际交往中充当国际货币。各国中央银行汇票持有的国际储备资产大部分是黄金，黄金是国际货币制度的基础，金币可以自由铸造、自由兑换及自由输出入。(2)两国之间货币的汇率由它们各自的含金量之比——金平价来决定。例如一个英镑的含金量为113.0015格林，而一个美元的含金量为23.22格林，则：

$$1\text{ 英镑} = 113.0015/23.22 = 4.8665\text{ 美元}$$

只要两国货币的含金量不变，两国货币的汇率就保持稳定。当然，这种固定汇率也要受外汇供求、国际收支的影响，但是汇率的波动仅限于黄金输送点（黄金输送点是指汇价波动而引起黄金从一国输出或输入的界限）。汇率波动的最高界限是铸币平价加运金费用，即黄金输出点，汇率波动的最低界限是铸币平价减运金费用，即黄金输入点。(3)具有自动调节国际收支的机制。当外汇收支出现逆差，黄金外流时，如果中央银行的黄金储备明显减少，会导致货币供给紧缩的效应，进而使物价下降，这将会提高本国商品出口的竞争能力并抑制进口，同时紧缩也会使利率上扬，引起资本流入。在这种机制的作用下，国际收支趋向恢复平衡。反之亦然。

随着金本位制的形成，黄金承担了商品交换的一般等价物，成为商品交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换过程中的媒介，黄金的社会流动性增加。黄金市场的发展有了客观的社会条件和经济需求。在"金本位"时期，各国中央银行虽都可以按各国货币平价规定的金价无限制地买卖黄金，但实际上仍是通过市场吞吐黄金，因此黄金市场得到一定程度的发展。必须指出，这是一个受到严格控制的官方市场，黄金市场不能得到自由发展。因此直到第一次世界大战之前，世界上只有唯一的英国伦敦黄金市场是国际性市场。

金本位制可以保证货币汇价的稳定，促进了国际贸易的顺利开展，由于国内货币发行受到中央银行所拥有的黄金储备的约束，不会出现过分的通货膨胀，对于国际收支也能起到调节作用。但同时金本位制也有其不利之处，最致命的缺陷是其赖以生存的基础不稳定，黄金存量的增长跟不上国内生产和流通的不断扩大以及社会财富的快速增长，国民经济的发展与货币基础的矛盾日益尖锐；其次是它往往使一国的国内货币政策取决于黄金流出还是流入，有可能出现由于黄金的流出，即使对外贸易收支已陷于逆差，仍不得不采取紧缩政策，或由于黄金流入而被迫采取膨胀政策的情况。20世纪初，第一次世界大战的爆发严重地冲击了"金本位制"。到30年代又爆发了世界性的经济危机，"金本位制"彻底崩溃，各国纷纷加强了贸易管制，禁止黄金自由买卖和进出口，公开的黄金市场失去了存在的基础，伦敦黄金市场关闭，一关便是15年，直至1954年后重新开张。从1914年至1938年期间，西方的矿产金绝大部分被各国中央银行吸收，黄金市场的活动有限。此后对黄金的管理虽有所松动，但长期人为地确定官价和国与国之间森严的贸易壁垒，使黄金市场的流动性变得很差，市场机制被严重抑制，黄金市场发育受到了严重阻碍。

第一次世界大战后，1922年在意大利召开的世界货币会议上，决定采用"节约黄金"的原则。除美国实行金本位制外，英法实行金块本位制，其他国家多实行金汇兑本位制。金块本位制的特点是：国内不流通金币，只发行代表一定重量黄金的银行券，银行券只能有限制地兑换金块。金汇兑本位制又称"虚金本位制"，其主要特点是：银行券在国内不能兑换黄金和金币，只能兑换外汇，该国货币一般与另一个实行金本位制或金块本位制国家的货币保持固定的比价，并在后者存放外汇或黄金作为平准基金，从而间接实行了金本位制。实际上，它是一种带有附属性质的货币制度。当然，无论金块本位制或金汇兑本位制，都削弱了的金本位制，很不稳定，而这种脆弱的制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度经过 1929～1933 年的世界经济危机，终于全部瓦解。

3. 布雷顿森林系时期(20 世纪 40 年代至 70 年代初)

1944 年，经过激烈的争论英美两国达成了共识，美国于当年 5 月受邀参加筹建联合国 44 国政府代表在美国布雷顿森林举行的会议，签定了“布雷顿森林”协议，建立了“金本位制”崩溃后的人类第二个国际货币体系。布雷顿森林体系的核心是:(1)以美元为国际货币结算的基础，美元成为世界最主要的国际储备货币;(2)美元直接与黄金挂钩(制定了 35 美元 1 盎司的官方金价)，其他国家货币与美元挂钩，各国可按官价向美国兑换黄金;(3)实行固定汇率制，各国货币与美元的汇率一般只能在平价 1% 上下幅度波动，各国央行有义务在超过规定界限时进行干预。至此，美元取得了等同于黄金的地位，成为世界各国的支付手段和储备货币。在布雷顿货币体制中，黄金无论在流通还是在国际储备方面的作用都有所降低，而美元成为了这一体系中的主角。但因为黄金是稳定这一货币体系的最后屏障，所以黄金的价格及流动都仍受到较严格的控制，各国禁止居民自由买卖黄金，市场机制难以有效发挥作用，伦敦黄金市场在该体系建立十年后才得以恢复。

布雷顿森林体系的建立，在战后相当一段时间内，确实带来了国际贸易空前发展，也大大提高了全球经济的相互依存度。但布雷顿森林体系存在着内在的缺陷，即美元作为主要储备资产，具有内在的不稳定性。因为只有靠美国的长期贸易逆差，才能使美元流出，使其他国家获得美元供应成为国际储备。但这样一来，必然会影响人们对美元的信心，引起美元危机，而如果美元保持国际收支平衡，就会断绝国际储备的供应，引起国际清偿能力的不足。

50 年代后期，随着美国经济竞争逐渐削弱，其国际收支开始趋向恶化，60 年代美国深陷越南战争的泥潭，财政赤字巨大，美元的信誉受到极大的冲击，大量资本出逃，各国纷纷抛售自己手中的美元，抢购黄金，使美国黄金储备急剧减少，伦敦金价暴涨。

为了抑制金价上涨，保持美元汇率，减少黄金储备流失，美国联合英国、瑞士、法国、西德、意大利、荷兰、比利时八个国家于 1961 年 10 月建立了“黄金总库”。八国央行共拿出 2.7 亿美元的黄金，由英格兰银行为黄金总库的代理机关，负责维持伦敦黄金价格，并采取各种手段阻止外国政府持美元外汇向美国兑换黄金。60 年代后期，美国进一步扩大了侵越战争，国际收支进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一步恶化，美元危机再度爆发。1968 年 3 月份的半个月中，美国黄金储备流出了 14 亿多美元，仅 3 月 14 日一天，伦敦黄金市场的成交量达到了 350～400 吨的破记录数字。美国再也没有维持黄金官价的能力，经与黄金总库成员协商后，宣布不再按每盎司 35 美元官价向市场供应黄金，市场金价自由浮动，但各国政府或中央银行仍按官价结算，从此黄金开始了双价制阶段。但双价制也仅维持了三年的时间，原因是美国国际收支仍不断恶化，西方各国不满美国以己私利为原则，不顾美元危机拒不贬值，强行维持固定汇率，于是欧洲一些国家采取了请君入瓮的策略，既然美国拒不提高黄金价格，让美元贬值，他们就以手中的美元兑换美国的储备黄金。当 1971 年 8 月传出法国等西欧国家要以美元大量兑换黄金的消息后，美国于 8 月 15 日不得不宣布停止履行对外国政府或中央银行以美元向美国兑换黄金的义务。1973 年 3 月因美元贬值，再次引发了欧洲抛售美元、抢购黄金的风潮，西欧和日本外汇市场不得不关闭了 17 天。经过磋商最后达成协议，西方国家放弃固定汇率，实行浮动汇率。至此布雷顿森林货币体系完全崩溃，从此也开始了黄金非货币化的改革进程。但从法律的角度看，国际货币体系的黄金非货币化到 1978 年才正式明确。国际货币基金组织在 1978 年以多数票通过批准了修改后的《国际货币基金协定》，该协定删除了以前有关黄金的所有规定，宣布：黄金不再作为货币定值标准，废除黄金官价，可在市场上自由买卖黄金；取消对国际货币基金组织（IMF）必须用黄金支付的规定；出售国际货币基金组织 1/6 黄金，所得利润用于建立帮助低收入国家优惠贷款基金；设立特别提款权代替黄金用于会员国与 IMF 之间的某些支付等等。

在这一时期黄金价格一直受到国家的严格控制，国家对黄金市场的介入干预时有发生，黄金市场仅是国家进行黄金管制的一种调节工具，难以发挥市场资源配置作用，市场的功能得不到充分发挥。

4. 黄金非货币化时期（20 世纪 70 年代至今）

国际黄金非货币化的结果，使黄金成为了可以自由拥有和自由买卖的商品，黄金从国家金库走向了寻常百姓家，流动性大大增强，交易规模增加，这为黄金市场的发展提供了现实的经济环境。黄金非货币化以来的 20 年也正是世界黄金市场得以发展的时期，可以说黄金非货币化使各国逐步放松了黄金管制，是当今黄金市场得以发展的政策条件，但同样需要指出的是，黄金制度上的非货币化与现实的非货币化进程存在着滞后现象。国际货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体系中黄金非货币化的法律过程已经完成，但是黄金在实际的经济生活中并没有完全退出金融领域，当今黄金仍作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。

当今的黄金分为商品性黄金和金融性黄金。国家放开黄金管制不仅使商品黄金市场得以发展，同时也促使金融黄金市场迅速地发展起来，并且由于交易工具的不断创新，几十倍、上百倍地扩大了黄金市场的规模，现在商品实物黄金交易额不足总交易额的3%。90%以上的市场份额是黄金金融衍生物，而且世界各国央行仍保留了高达3.4万吨的黄金储备。在1999年9月26日欧洲15国央行的声明中，再次确认黄金仍是公认的金融资产。因此我们不能单纯地将黄金市场的发展原因归结为黄金非货币化的结果，也不能把黄金市场视为单纯的商品市场，客观的评价是：在国际货币体制黄金非货币化的条件下，黄金开始由货币属性主导的阶段向商品属性回归的阶段发展，国家放开了黄金管制，使市场机制在黄金流通及黄金资源配置方面发挥出日益增强的作用。但目前黄金仍是一种具有金融属性的特殊商品。所以不论是商品黄金市场，还是金融性黄金市场都得到了发展。商品黄金交易与金融黄金交易在不同地区、不同市场中的表现和活跃程度有所不同。

第二节 国际黄金投资市场



一、国际黄金投资市场概况

在整个金本位时期，黄金作为国家货币，其流通一直受到政府的严格管制，但各国中央银行对黄金的买卖仍是通过市场进行的，因此黄金市场得到一定程度的发展。总的特点是：黄金的价格在官方控制之下，市场流动性差，黄金市场仅是国家进行黄金管制的一种调节工具，市场功能的发挥是不全面的。黄金市场的加速发展出现在布雷顿森林体系的末期：1945～1968年，西方工业国组建黄金总库，把私人交易的黄金价格和官方美元价格联系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来,据此控制黄金的市场价格。1968～1972年,放弃黄金总库,建立双重黄金市场,目的是把各国中央银行之间的黄金交易和私人黄金交易隔离开来。1972年加拿大温尼伯格商品交易所试验黄金期货。1973～1982年,期间1973年美元和黄金脱钩,西方主要工业国放弃双重黄金市场,形成统一的国际黄金现货市场。期间美国政府和IMF多次拍卖黄金。1975年美国政府容许私人买卖,储备黄金。为增加黄金市场的流动性,1974年COMEX引入黄金期货,1982年引入黄金期权。1983～1992年,金融自由化的浪潮推动国际黄金市场进一步开放,以伦敦为交易中心,苏黎士为运转中心,联结东京、香港、纽约、开普敦等地的全球市场运作模式基本成型。1988年伦敦黄金市场重组,传统封闭的黄金经纪业务逐步向其他金融机构开放。通过黄金银行的中介,黄金市场和其他金融市场的联系更为紧密。1993年至今,黄金银行推出多样化的场外衍生工具、融资工具。各国中央银行在管理黄金储备上更加积极地利用国际黄金市场,所以不论是商品黄金市场,还是金融性黄金市场都得到了发展,当代黄金市场形成了一个多层次的市场体系。

按经营的产品性质来分,可分为三大黄金期货市场:纽约商品交易所、芝加哥商品交易所和东京工业品交易所和五大黄金现货市场:伦敦黄金市场公会、苏黎士黄金总库、纽约黄金市场、东京黄金市场和香港金银贸易场。

按市场的组织和开放程度来分,可分为:(1)从事全球性的现货－远期黄金批发业务的黄金市场,伦敦黄金交易所是全球最大的批发市场,它既是全球黄金现货的定价中心,又是联系全球黄金无形市场的纽带。伦敦黄金交易所的会员、跨国矿业黄金经纪商、各国中央银行、国际金融组织是这个市场的主要成员。(2)纽约、苏黎士、东京、香港等地的区域性批发市场,特点是以银行、黄金经纪商、综合性财团为市场主体,受各自所在国中央银行的监管,在本地区组织黄金买卖。(3)在黄金生产国的黄金市场,如南非的黄金市场。长期以来由国家特许的黄金银行和黄金公司专营,最近出现市场自由化的趋势。(4)在发展中国家的黄金市场,如中东迪拜、印度孟买。这些国家往往由当地特许经营的财团销售黄金。(5)除此之外,还有各种形式的自发的、地下的黄金市场。如今,世界各地成规模的黄金市场已有40多个,比较著名的黄金市场主要集中在伦敦、苏黎士、纽约和香港等地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、主要黄金市场概述

目前世界上比较著名有影响的黄金市场主要集中在伦敦、苏黎世、纽约和香港。

1. 伦敦黄金市场

伦敦黄金市场历史悠久，其发展历史可追溯到300多年前。1804年，伦敦取代荷兰阿姆斯特丹成为世界黄金交易的中心，1919年伦敦金市正式成立，每天进行上午和下午的两次黄金定价。由五大金行定出当日的黄金市场价格，该价格一直影响纽约和香港的交易，市场黄金的供应者主要是南非。1982年以前，伦敦黄金市场主要经营黄金现货交易，1982年4月，伦敦黄金期货市场开业。目前，伦敦仍是世界上最大的黄金市场。

伦敦黄金市场的特点之一是交易制度比较特别。因为伦敦没有实际的交易场所，其交易是通过无形方式——各大金商的销售联络网完成的，交易会员由具权威性的五大金商及一些公认有资格向五大金商购买黄金的公司或商店所组成，然后再由各个加工制造商、中小商店和公司等连锁组成，交易时由金商根据各自的买盘和卖盘，报出买价和卖价。现任五大金商的是Deutsche Bank AG（DB），Barclays Capital，the investment banking arm of U. K. –based Barclays PLC（BARC. LN），Societe Generale（13080. FR）and HSBC。

伦敦黄金市场交易的另一特点是灵活性很强。黄金的纯度、重量等都可以选择，若客户要求在较远的地区交售，金商也会报出运费及保费等，也可按客户要求报出期货价格。最通行的买卖伦敦金的方式是客户可无须现金交收，即可买入黄金现货，到期只需按约定利率支付利息即可，但此时客户不能获取实物黄金。这种黄金买卖方式，只是在会计账上进行数字游戏，直到客户进行了相反的操作平仓为止。

伦敦黄金市场特殊的交易体系也有若干不足。其一，由于各个金商报的价格都是实价，有时市场黄金价格比较混乱，连金商也不知道哪个价位的金价是合理的，只好停止报价，伦敦金的买卖便会停止；其二，伦敦市场的客户绝对保密，因此缺乏有效的黄金交易头寸的统计。

2. 苏黎世黄金市场

苏黎世黄金市场，是二战后发展起来的国际黄金市场。由于瑞士特殊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的银行体系和辅助性的黄金交易服务体系，为黄金买卖提供了一个既自由又保密的环境，加上瑞士与南非也有优惠协议，获得了80%的南非金，以及前苏联的黄金也聚集于此，使得瑞士不仅是世界上新增黄金的最大中转站，也是世界上最大的私人黄金的存储中心。苏黎世黄金市场在国际黄金市场上的地位仅次于伦敦。

苏黎世黄金市场没有正式的组织结构，由瑞士三大银行：瑞士银行、瑞士信贷银行和瑞士联合银行负责清算结账。三大银行不仅可为客户代理交易，而且黄金交易也是这三家银行本身的主要业务。苏黎世黄金总库（Zurich Gold Pool）建立在瑞士三大银行非正式协商的基础上，不受政府管辖，作为交易商的联合体与清算系统的混合体在市场上起中介作用。

苏黎世黄金市场无金价定盘制度，在每个交易日任一特定时间，根据供需状况议定当日交易金价，这一价格为苏黎世黄金官价。全日金价在此基础上的波动无涨停板限制。

3. 美国黄金市场

纽约和芝加哥黄金市场是20世纪70年代中期发展起来的。主要原因是1977年后美元贬值，美国人（主要是以法人团体为主）为了套期保值和投资增值获利，使得黄金期货迅速发展起来。目前纽约商品交易所（COMEX）和芝加哥商品交易所（IMM）是世界最大的黄金期货交易中心，两大交易所对黄金现货市场的金价影响很大。

以纽约商品交易所（COMEX）为例，该交易所本身不参加期货的买卖，仅提供一个场所和设施，并制定一些法规，保证交易双方在公平和合理的前提下交易。该所对进行现货和期货交易的黄金的重量、成色、形状、价格波动的上下限、交易日期、交易时间等都有极为详尽和复杂的描述。

4. 香港黄金市场

香港黄金市场已有90多年的历史，其形成以香港金银贸易场的成立为标志。1974年，香港政府撤消了对黄金进出口的管制，此后香港金市发展极快。由于香港黄金市场在时差上刚好填补了纽约、芝加哥市场收市和伦敦开市前的空档，可以连贯亚、欧、美，形成完整的世界黄金市场，其优越的地理条件引起了欧洲金商的注意，伦敦五大金商、瑞士三大银行等纷纷来港设立分公司。他们将在伦敦交收的黄金买卖活动带到香港，逐渐形成了一个无形的当地“伦敦金市场”，促使香港成为世界主要的黄金市场之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前,香港黄金市场由三个市场组成:(1)香港金银贸易市场,以华人资金商占优势,有固定买卖场所,主要交易的黄金规格为5个司马两一条的99标准金条,交易方式是公开喊价,现货交易;(2)伦敦金市场,以国外资金商为主体,没有固定交易场所;(3)黄金期货市场,是一个正规的市场,其性质与美国的纽约和芝加哥的商品期货交易所的黄金期货性质是一样的。交投方式正规,制度也比较健全,可弥补金银贸易市场的不足。

三、国际黄金市场的交易者

1. 中央银行

自从牙买加协议做出黄金非货币化安排以来,各国中央银行、国际货币基金组织(IMF)、国际清算银行(BIS)等国际经济组织的黄金储备已经逐渐成为除矿产黄金以外,最主要的实物黄金供应来源。根据IMF的数据,过去10年中,其成员国的官方黄金储备共减少了3000多吨(约占全部官方黄金储备的10%),其中IMF减持了2000吨。由于矿产黄金每年的供应量不可能发生剧烈的变化,相对于IMF,中央银行的黄金政策变化更具自主性。中央银行的市场操作和表态,就成为黄金市场最受人关注的事件,也是容易引发市场传闻的源头之一。在过去30年中,中央银行在黄金市场的角色有以下几种:第一,直接拍卖和出售远期黄金;第二,通过商业银行中介,在拆借市场上出借黄金;第三,在国际金融市场上,和其他中央银行、商业机构进行黄金抵押融资。由于中央银行地位特殊、黄金储量巨大,以及政策敏感性,形成了黄金市场上神秘的“交易圈子”。

2. 黄金矿产公司

在过去20多年中,黄金矿产公司需要对生产的黄金进行价格风险管理。不论在交易数量,还是涉及交易工具的复杂性上,都是全球黄金市场的一个重要力量。世界黄金协会2003年调查了全世界7家黄金矿产公司(样本公司的产量总计占当年全球黄金开采量的60%),上述公司利用各种交易工具进行风险管理的数量达到4482吨,是2003年实际黄金产量的158%。从企业微观层面上,矿产公司参与对冲交易的具体动机包括:抵消生产总成本、减少价格风险、考虑公司的现金流、采矿项目融资的需要、税收、股东对管理层的要求等,当然这些动机之间是相互交叉的。在这些因素作用下,矿产公司必须结合市场条件和公司经营状况选择具体的交易工具和交易时机。保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值动机、市场条件、经营状况三者相互制约、相互影响，构成了一个公司的交易模式。

3. 从事黄金业务的商业银行

目前全世界有 24 家商业银行从事黄金融资业务，前五名都是大型的跨国商业银行，也是伦敦黄金市场公会的定价会员。最近几年黄金融资领域的竞争打破原有的垄断格局，银行业的兼并又加剧了新的竞争。目前世界黄金市场中，银行作为一个综合性服务供应方，在以下 5 个方面发挥市场中介作用：

(1)在 LBMA 扮演传统的做市商，双向报价，提供市场必要的流动性；

(2)为客户提供交易融资、项目融资和日常对冲交易的手段，进行黄金交易信用管理；

(3)在黄金拆借市场作为交易中介，创造拆借市场流动性，刺激衍生工具的交易；

(4)为最终客户(主要是黄金矿产公司)设计以黄金为标的物的衍生工具，推销各类黄金衍生工具及工具组合；

(5)银行自营交易，对冲有关衍生业务带来的风险。

在美国市场上，相比其他的金融衍生交易，黄金衍生工具出现得比较晚，1996 年才逐渐发展起来的，近两年增长较快。

据世界黄金协会 1998 年市场调查：在衍生品市场上，大的参与者(做市商)不超过 8 家，另外有 5 家较小的交易经纪商；在伦敦现货市场上，活跃的银行不超过 9 家；欧洲大陆现货市场只有 10 家，远期合约市场上也只有 9 家；澳大利亚有 4 家银行提供全方位的黄金市场服务，另外 8 家银行活跃在自营业务中。银行在这些业务中扮演了买方、卖方、存货保管、批发等角色，在这个容量相对狭小的领域展开激烈的竞争，竞争的基本形态是垄断竞争，少数属于寡头垄断。

4. 基金和资产委托管理

在投资基金行业中，根据机构投资者不同的投资理念和交易行为划分，有两大类影响黄金市场的机构投资者。

(1)趋势交易者(momentum trader)。在美国主要是“商品交易投资顾问”管理的基金，他们的投资理念是价格走势技术分析，对黄金市场机制和基本面所知甚少。交易行为由价格趋势和价格波动驱动，倾向于短期交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格波动越大，交易越活跃。这类基金大约几百个，单个基金规模不大，但由于他们的理念相似，容易扰动短期黄金价格。根据其交易方式，他们主要利用交易所上市合约，一般不从事场外交易。所以比起对冲基金，可以从交易所公布的市场统计中跟踪他们的交易行为。

（2）对冲基金（hedge funds）。对冲基金的经理人采用基本分析法，不过其投资理念更多不是基于黄金的基本因素，而是黄金和其他金融工具之间的联动关系和套利机会。他们的交易周期要比趋势交易者长，基金规模比较大，还可以借贷融资，大大提高资本的杠杆比例。经常利用场外交易工具，比如参与黄金转仓交易（Carry trade），在黄金拆借市场上借入黄金，在现货市场抛出，获得比直接借款成本低的美元，再投资于其他金融资产。只要黄金拆借率依然明显低于美元的货币市场利率，那么对冲基金就会活跃于的黄金转仓交易。虽然对冲基金交易行为，因为缺乏信息披露而不易观察，但可通过排除已明确的市场交易量来推断他们的交易规模，2005 年的交易规模约在 4001 吨黄金，吸引了大约 10 个对冲基金。在黄金市场上，几次黄金价格的大幅波动都有国际黄金炒家的身影。

5. 黄金专业银行的自营账户

在黄金专业银行中有许多形式的自营交易。由于业务重点不同，各国银行监管制度、会计制度、信息披露制度不同，所以不易概括，通常判断的依据来自市场分析报告和交易员的评论。据前 5 大主要黄金银行最近 5 年的年报披露，其自营规模和他们在黄金市场上总体交易规模没有相关性，即从事大量黄金交易的银行，其自营并不活跃。相反倒是那些占市场份额比较小的银行，自营交易相对活跃。据一些黄金交易员的评论，自营活跃程度和不同交易工具有很大关系，对低风险的现货交易，自营比例会大些，对远期和期权等自营比例相对小些。

四、国际黄金市场的主要交易工具

1. 黄金现货交易

黄金现货交易就是以货币为媒介进行黄金商品的交换，成交之后，立即进行货币支付和商品所有权的转移。黄金现货的交易价格是以伦敦金市定价为依据的，在买卖双方接受定价之后，必须确定黄金交易单位及交收地点。现货交易最大的特点是灵活简便，但是缺点是黄金价格受供求规律影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响，国际政治、经济的影响以及投资者的推波助澜会引起黄金价格的波动。现货交易缺乏转移价格波动风险的机制，尤其是生产周期长、投资大的黄余采矿业，极易受到价格波动风险的影响。

2. 黄金借贷交易

黄金借贷交易在澳大利亚十分盛行。黄金借贷交易从本质上说是采矿公司为其大部分的计划产量获得特价而采取的一种期货交易方式。普通的做法是：一家采矿公司签定一项黄金借贷协议，从某家商业银行借入一定数量的黄金；通过销售这些黄金的收入，该公司可以得到开发新矿山和扩大现有矿山生产能力所必须的资金；等到该采矿公司正式投产之后，用所生产的黄金来归还银行。

3. 黄金远期交易

黄金远期交易最早产生于20世纪70年代末至80年代初的澳大利亚。它是交易双方根据约定在未来某一时间购买或销售黄金的交易方式。根据远期交易的特点，交易的时间、地点、数量、规格、质量以及价格等要素都由买卖双方自由约定。但是，与其他远期交易所不同的是，黄金远期交易的保证除了交易双方的信誉外，还需缴纳一定的保证金。所以，黄金远期交易被大量的投机者所运用。通过远期交易，交易者可以有效地锁定未来黄金买卖的成交价格，避免了市场价格下跌的风险，也为交易者的会计核算及中长期发展规划提供明确的衡量标准。由于远期黄金交易约定不能撤销，黄金生产企业有可能会遭受价格上涨而带来的经济损失，因此对黄金生产企业而言，一般适用于金价趋于下跌或稳定时期来规避风险。

4. 黄金期货交易

与一般商品期货或金融商品期货交易一样，黄金期货交易是标准化合约的交易。双方通过交易所缴纳保证金基础上的进行交易，到期履约或进行对冲。黄金期货交易的每一份标准化合约均为100盎司或50盎司。由于期货交易是投资保值和规避风险的重要工具，所以对黄金供应商和黄金制造商来说，进行期货交易的目的都是为了套期保值。买者规避未来黄金价格上涨的风险，卖者规避未来黄金价格下跌的风险。同时，与其他期货交易一样，绝大多数合约将在到期前进行对冲，一般并不是真正交割。因此，它适合于做黄金投机交易。投机商通过投机活动，在获取投机收益的同时，也承担了大部分的市场风险；在一定程度上，也平抑了市场价格的大幅度波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，特别是单向的非理性波动。

5. 黄金期权交易

黄金期权交易是指交易双方按事先商定的价格，在确定的日期或这个日期之前（根据欧式期权或美式期权而定），买卖数量标准化黄金权利的一种黄金业务。黄金期权分为看涨期权（买权）和看跌期权（卖权）。由于期权交易双方的权利与义务具有不对等性，在交易过程中，期权的买方为了获得买权或卖权，需要支付一定的期权费；而期权的卖方虽然不需要支付期权费，但通常需要支付一定的保证金。从实践角度分析，期权交易需要一个比较成熟的金融市场，对交易品的定价需要有一个理性的判断，市场的有效性相对比较强。所以，期权市场虽然发展较快，但在市场发展中，期权交易带来的风险也是十分巨大的。

6. 黄金调期交易

黄金调期交易是指黄金生产企业按照协议在某一确定的日期把黄金卖给商业银行或重新签定滚动协议的交易。黄金调期交易对于黄金生产者来说可以降低生产成本，具有一定的意义，但也存在着一定的风险。在黄金衍生品市场上虽有发展，但尚未成为市场的主导产品。

第三节　我国黄金投资市场



新中国成立时，我国的黄金储备为零，民间黄金投机活动盛行。为稳定金融、恢复国民经济，党和政府采取了一系列措施，如禁止黄金计价流通和私下买卖，严厉打击黄金投机活动，以适当价格收购民众手中的黄金；要求国营企业单位非生产性的黄金一律交售或存入中国人民银行，鼓励黄金生产企业采取增产措施；有计划地控制黄金销售，明确规定金饰品行业的经营范围，并由中国人民银行配售金饰品原料，满足工业生产和少数民族合理的黄金需求，对黄金进出境和境内携带实行申报方法。1982 年，为适应改革开放的需要，我国恢复了国内黄金饰品市场。1983 年 6 月，国务院颁布了《中华人民共和国金银管理条例》，明确提出了国家对金银实行统一管理、统购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统配的政策，规定黄金收购统一由中国人民银行办理，任何企业、个人开采的黄金必须交售给中国人民银行，不得自行销售、交换和留用；黄金配售统一由中国人民银行审批、供应，任何用金单位未经中国人民银行批准不得把黄金原料转让或者移作他用；黄金价格由中国人民银行统一制定；所有从事黄金饰品生产、加工、批发、零售业务，从事境外黄金来料加工业务，从事自含金的废渣、废液、废料中回收黄金业务都由中国人民银行统一审批。1993年，黄金由固定定价制度改为初步与国际价格接轨的浮动定价制度，但保留了10%的收售价差。1998年，为进一步保证国内用金企业需求，中国人民银行除保留正常配售供应渠道外，还在深圳试办了黄金寄售业务，同时将黄金收售价差缩小到2%。2001年6月1日，黄金开始实行周报价制度，国内黄金价格进一步与国际价格接轨。2001年11月，黄金制品零售管理由审批制改为核准制，同月中国黄金协会成立。2002年10月30日，上海黄金交易所正式开业运行，实现了黄金原料交易的市场化，标志着我国黄金市场踏上了开放的进程。2008年1月9日，黄金期货交易挂牌上海期货交易所，黄金交易品种更加丰富。

目前我国黄金投资品种有四种：实物黄金（包括金条金块、纪念金币和黄金饰品）、纸黄金、黄金递延交易和黄金衍生产品（黄金期货）。

一、商业银行纸黄金交易市场

纸黄金是个人记账式黄金，纸黄金又可称为黄金单证，就是指黄金所有人所持有的只是一张物权凭证而不是黄金实物，黄金所有人凭这张凭证可随时提取或支配黄金实物，这种黄金物权凭证就被称之谓纸黄金。纸黄金交易是目前中国黄金市场中已经开展的一项交易品种。它是指对黄金的所有权，也就是拥有黄金的证明；主要有黄金存单、累计账户投资和杠杆契约投资。这3种投资方式的共同特点就是投资者通过银行或经纪商进行交易，在支付了一定款项后，获得黄金的部分或全部的所有权凭证，但不取得黄金实物。在黄金价格适当时，才进行交割或卖出凭证了结交易。在黄金市场上采用纸黄金交易方式，可以节省实金交易必不可少的保管费、储存费、保险费、鉴定费及运输费等费用的支出，降低黄金价格中的额外费用，提高金商在市场上的竞争力。但是，与期货等产品相比，还有一定的差距。目前国内已有三家银行开办纸黄金业务，分别是中国银行的黄金宝，中国工商银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的金行家，中国建设银行的账户金。

纸黄金投资资金门槛比较低，操作也比较简单，交易方式多样，且交易成本远较实物黄金要低，可以作为中短线交易的品种，适合具有一般的投资者。

1. 纸黄金开户

建行、工行、中行等一般都有纸黄金业务，投资者只要带着身份证与不低于购买10克黄金的现金，就可以到银行开设纸黄金买卖专用账户。专用账户开通后，投资者只要按照银行发送的“纸黄金投资指南”操作，就可以通过电话查询当日的黄金价格、进行直接交易；电话银行交易的全过程与股票市场的该交易基本相同。

2. 交易费用

买卖一次收取1元/克的手续费，但一次购买量超过1000克可享受一定折扣。

3. 纸黄金交易起点

—每笔申报交易起点数额为10克，买卖申报是10克及大于10克的整克数量。

4. 交易方式

采用实时和委托两种方式进行交易。投资者可以直接按银行的买卖报价实时成交，也可以指定价格进行委托挂单。委托挂单分为获利挂单和止损挂单。您可以根据需要，自由选择委托价格优于或等于个人黄金买入报价的获利挂单交易，也可以选择委托价格劣于或等于个人黄金卖出报价的止损挂单交易。

白天黄金价格走势十分平稳，机会不大，而晚上走势则变动频繁，那是因为白天时是亚洲盘，交易量小，对世界黄金影响相对较小，晚上是欧洲、美国盘，交易量具大，价格走势十分活跃。那么对于上班族来讲，晚上的黄金交易时期利用工商银行网上银行纸黄金委托工具有获利委托、止损委托、获利止损双向委托三种交易工具来进行纸黄金投资是最好的选择。那么如何使用它们呢，下面将会详细说明。

获利委托和止损委托我们比较熟悉，根据买卖标志不同具体分买入和卖出两种情况。在买入黄金时获利委托是指设定低于目前价位买入。

例如目前纸黄金价格为200元，而你想195元买入，就可以使用获利委托195元买入，当纸黄金价格到达195元时，系统自动成交，成交价格就是你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设定的 195 元。如果填写大于 195 元的数值，系统就马上买入，买入价格就是你填入的价格了。而卖出黄金时与买入相反，在卖出黄金时获利委托是指价格高于目前价位卖出，止损委托是指价格低于目前价位卖出。例如目前黄金价格为 200 元，而你想 220 元卖出，就可以使用获利委托 220 元卖出，当纸黄金价格到达 220 元时，系统自动成交，成交价格就是你设定的 220 元。当黄金价格下降的时候，为了控制风险，避免更大损失，可以设定止损委托。例如目前黄金价格为 200 元，而你设定的止损点为 195 元，当黄金价格下行至 195 元时，系统自动成交。

那么什么是双向委托呢？双向委托只能在买卖标志为卖时使用。举个例子：你目前有黄金 180 克，当前价格是 200 元，你认为黄金价格会上涨到 220 元，但如果跌破支撑位 190 元，就会有更大的下跌，可能会跌到 190 元。那你就可以设双向委托，获利委托价格为 220 元，止损委托价格为 190 元。当价格真的跌破 190 元，系统就会自动以 190 元卖出黄金，防止更大损失，当价格涨到 220 元时就以 220 元的价格成交，获得收益。

要特别注意在买入黄金时，只可以使用获利委托，其他委托无意义；而卖出黄金时则获利委托、止损委托、双向委托 3 种均可以使用。

纸黄金最佳操作时间：

（1）早 5 – 14 点行情一般及其清淡。这主要是由于亚洲市场的推动力量较小所为！一般震荡幅度较小，没有明显的方向。多为调整和回调行情。一般与当天的方向走势相反，如：若当天走势上涨则这段时间多为小幅震荡的下跌。此时段间，若价位合适可适当进货。

（2）午间 14 – 18 点为欧洲上午市场。欧洲开始交易后资金就会增加，且此时段也会伴随着一些对欧洲货币有影响力的数据的公布！此时段间，若价位合适可适当进货。

（3）傍晚 18 – 20 点为欧洲的中午休息和美洲市场的清晨，较为清淡！这段时间是欧洲的中午休时，也是等待美国开始的前夕。此时间段宜观望。

（4）20 – 24 点为欧洲市场的下午盘和美洲市场的上午盘！这段时间是行情波动最大的时候，也是资金量和参与人数最多的时段。这段时间则是会完全按照当天的方向去行动，所以判断这次行情就要根据大势了，此时间段是出货的大好时机。

（5）24 点后到清晨，为美国的下午盘，一般此时已经走出了较大的行情，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这段时间多为对前面行情的技术调整。宜观望。

其实在中国的炒金者拥有别的时区所不能比拟的时间优势就是能够抓住21点到24点的这个波动最大的时间段，其对于一般的投资者而言都是从事非黄金专业的工作，下午5点下班到24点这段时间是自由时间，正好可以用来做黄金投资，不必为工作的事情分心。

二、上海黄金交易所

（一）市场基本概况

2002年10月30日，经国务院批准，人民银行筹建成立了上海黄金交易所，专门组织黄金、白银、铂等贵金属交易、清算、交割。上海黄金交易所成立以来，适应了国内黄金需求增长的趋势，交易量和交易额迅速增长，如图1－1所示，交易量从2003年的470.69吨增长到2007年的1828.13吨，2008年，国际金融市场动荡加剧，引发国内黄金投资需求明显增加，市场交易规模迅速扩大，黄金的成交量创下交易所成立以来的最高纪录，现货市场的主导地位得到了进一步巩固。全年黄金累计成交4463.77吨，同比增加2635.64吨，增长144.17%，是上年的2倍多；成交金额8696.05亿元，同比增加5531.15亿元，增长174.77%；日均成交量18.15吨，同比增长140.34%，其中单日成交量最高达43.19吨，首次突破40吨大关。2009年随着全球经济衰退和通胀预期加剧，黄金作为理想金融避险工具受到各方的关注，国内投资者参与热情高涨。1至10月，上海黄金交易所累计成交黄金3510.07吨，成交金额达7302.87亿元，同比增长0.99%。

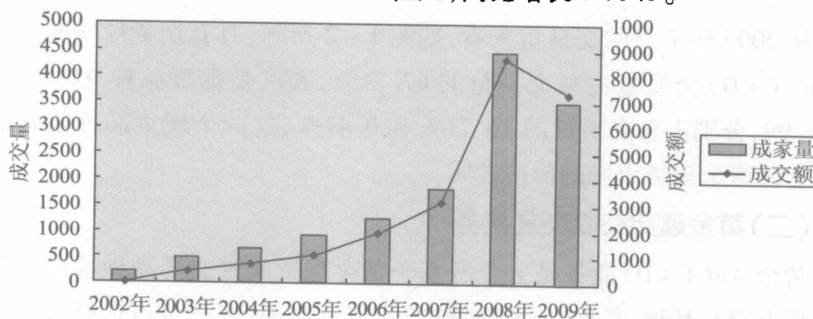


图1－1　2002年至2009年10月上海黄金现货交易量

数据来源于上海黄金交易所网站(www.sge.sh)

第一章　黄金投资概述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上海黄金交易所实行会员制组织形式，会员由在中华人民共和国境内注册登记，从事黄金业务的金融机构、从事黄金、白银、铂等贵金属及其制品的生产、冶炼、加工、批发、进出口贸易的企业法人组成。现有会员162家，分散在全国26个省、市、自治区；交易所会员依其业务范围分为金融类会员、综合类会员和自营会员。金融类会员可进行自营和代理业务及批准的其它业务，综合类会员可进行自营和代理业务，自营会员可进行自营业务。目前会员单位中年产金量约占全国的80%；用金量占全国的90%；冶炼能力占全国的90%。

标准黄金、铂金交易通过交易所的集中竞价方式进行，实行价格优先、时间优先撮合成交。非标准品种通过询价等方式进行，实行自主报价、协商成交。会员可自行选择通过现场或远程方式进行交易。

交易所主要实行标准化撮合交易方式。交易时间为每周一至五（节假日除外）上午9:00－11:30，下午13:30－15:30，晚上21:00－2:30。目前，交易的商品有黄金、白银和铂金，交易标的必须符合交易所规定的标准。黄金有Au99.95、Au99.99、Au50g、Au100g四个现货实盘交易品种，和Au（T+5）与Au（T+D）两个延期交易品种及Au（T+N1）、Au（T+N2）两个中远期交易品种；白银有Ag99.9现货实盘交易品种和Ag（T+D）现货保证金交易品种；铂金有Pt99.95现货实盘交易品种和Pt（T+5）现货保证金交易品种；中国银行、中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行和深圳发展银行、兴业银行和华夏银行等作为交易所指定的清算银行，实行集中、直接、净额的资金清算原则。交易所实物交割实行“一户一码制”的交割原则，在全国37个城市设立55家指定仓库，金锭和金条由交易所统一调运配送。

从2009年7月的交易量来看，如图1－2所示，具有期货性质的延期交易Au（T+D）交易量占总交易量的67.74%，其次是现货品种AU99.95和AU99.99，分别占总交易量的10.71%和0.47%，这两个现货品种很好的反映了上海黄金现货市场的价格性质。

（二）黄金延期交收交易实务

黄金Au（T+D）业务是上金所基于黄金现货实盘交易品种推出的黄金现货延迟交易品种，是指以分期付款方式进行交易，客户可以选择合约当天交割，也可以延期至下一个交易日进行交割，同时引入延期补偿费机制来平抑供求矛盾的一种现货交易模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

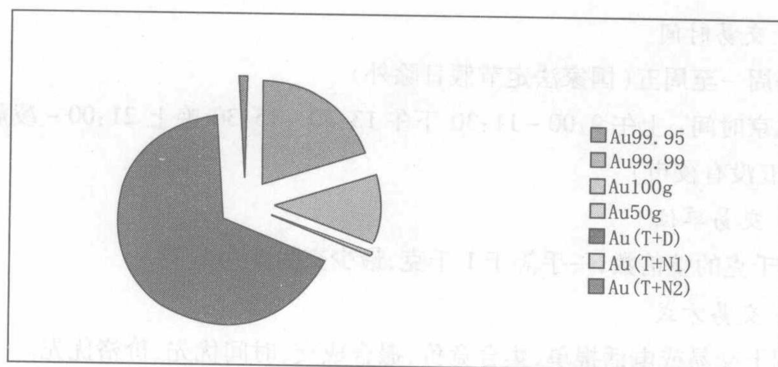


图 1－2　上海黄金交易所交易品种交易量对比图

数据来源于上海黄金交易所网站(www. sge. sh)

黄金 Au(T＋D)业务不仅为产金与用金企业提供套期保值功能，更满足了普通投资者投资成本小、市场流动性高、交易灵活的投资理财需求。

1. 目前上海黄金交易所的保证金交易，即延期交收交易品种

Au(T＋D) ——黄金延期交收交易

Au(T＋N1)——黄金延期交收交易

Au(T＋N2)——黄金延期交收交易

Ag(T＋D) ——白银延期交收交易

2. 延期交收交易品种主要合约参数(见下表)

合约代码	Au(T＋D)	Au(T＋N1)新	Au(T＋N2)新	Ag(T＋D)
交易时间	9:00－11:30　13:30－15:30　21:00－凌晨 02:30			
交易手续费	1.3‰(单边)			0.9‰(单边)
延期费率	0.2‰/天	1%/单月	1%/双月	0.2‰/天
交易单位	1000 克/手			
报价单位	元(人民币)/克			
最低保证金	合约价值的 13%			合约价值的 15%
交易制度	T＋0(多空双向交易)			
交易方式	自由报价、撮合成交(网上交易或电话报单)			
交割方式	可进行实物交割(法人)			
交割时间	无交割时间限制(可长期持仓)			
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价 ±7%(节假日调整)			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 交易时间

每周一至周五(国家法定节假日除外)

北京时间：上午9:00－11:30 下午13:30－15:30 晚上21:00－凌晨2:30(周五没有夜市)

4. 交易单位

1千克的整倍数，一手等于1千克，最少交易量为1手。

5. 交易方式

网上交易或电话报单，集合竞价，撮合成交，时间优先、价格优先。

6. 交易费用

(1) Au(T＋D)的交易费用分类及费率(冻结成交总金额的百分之十三做为保证金)

a. 交易金额：单价×手数(N手)(1手＝1千克)

b. 交易手续费：交易金额×万分之十五[单边]

c. 递延费：总持仓量×当日结算价×万分之二(周末×三天)

d. 当日盈亏＝[(卖出成交价—当日结算价)×卖出量]＋[(当日结算价—买入成交价)×买入量]＋(上一日交易结算价—当日结算价)×(上一交易日卖出持仓量—上一交易日买入持仓量)

(2) Au(T＋N1)和Au(T＋N2)的交易费用分类及费率(冻结成交总金额的百分之十三做为保证金)

a. 交易金额：单价×手数(N手)[1手＝1千克]

b. 交易手续费：交易金额 ×万分之十五[单边]

c. 递延费：总持仓量×当日结算价×百分之二；Au(T＋N1)的递延费为单月最后交易日收取一次；Au(T＋N2)的递延费为双月最后交易日收取一次。

d. 当日盈亏＝[(卖出成交价—当日结算价)×卖出量]＋[(当日结算价—买入成交价)×买入量]＋(上一日交易结算价－当日结算价)×(上一交易日卖出持仓量—上一交易日买入持仓量)

Au(T＋N)交易举例：

假如在12月1日买入Au(T＋N1)合约，由于Au(T＋N1)的递延费是在单数月份的最后交易日收取，所以只要在1月31收盘以前平仓就不会产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

递延费。这样，持仓时间最长可延长至 2 个月。

假设 12 月 1 日买入价格为 170 元/克，1 月 31 日卖出价格为 190 元/克，则收益 =（卖出价格 − 买入价格）× 1000 − 手续费，即：

冻结保证金 = 170 × 1000 × 13% = 22100

手续费 = 170 × 1000 × 1.5‰ + 190 × 1000 × 1.5‰ = 255 + 285 = 540

收益 =（190 − 170）× 1000 − 540 = 19460

（3）白银延期交易 Ag(T+D)的交易费用分类及费率（冻结成交总金额的百分之十五做为保证金）

a. 交易金额：单价 × 手数（N 手）[1 手 = 1 千克]

b. 交易手续费：交易金额 × 万分之十五 [单边]

c. 递延费：总持仓量 × 当日结算价 × 万分之二 [周末 × 三天]

d. 当日盈亏 = [（卖出成交价 − 当日结算价）× 卖出量] + [（当日结算价 − 买入成交价）× 买入量] +（上一日交易结算价 − 当日结算价）×（上一交易日卖出持仓量 − 上一交易日买入持仓量）

（4）现货黄金买卖的交易费用分类及费率 [Au99.95 和 Au99.99]

a. 交易金额：买卖单价 × 买卖数量（Kg）

b. 交易手续费：交易金额 × 万分之十五

c. 运保费：买卖数量（Kg）× 70 元 [7 分/克]

d. 仓储费：买卖数量（Kg）× 0.6 × 天数

e. 黄金出入库：2 元/千克

f. 二次清算：当日加权平均价 × 溢短差重量

7. 递延费支付方向

具有延期交收交易持仓的客户每个交易日下午 15:00 − 15:30 可以进行交割申报，交易系统在每个交易日 15:30 − 15:31 统计和公布交收双方数量，及延期补偿费支付方向。

（1）当交收申报数量相等时，不发生延期补偿费的支付

（2）当交收申报数量不相等时，申报数量少的一方支付给申报数量多的一方延期补偿费

（3）交买数量 > 交卖数量，则递延费支付方向为空付多；交买数量 < 交卖数量，则递延费支付方向为多付空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 基本知识

下单术语:(做多)买入开仓——卖出平仓;(做空)卖出开仓——买入平仓

多头持仓:表示未来要付出全额资金,得到黄金实物。

空头持仓:表示未来要付出黄金实物,得到资金。

开 仓:意味着持仓的增加,资金的冻结。

平 仓:意味着持仓的减少,资金的解冻。

风险率:风险率=(客户交易保证金总额/客户权益)×100%（风险率高于100%会被强平）

卖出价:指客户买入交易品种的报价。

买入价:指客户卖出交易品种的报价。

开盘价:指开盘前集合竞价产生的成交价格,集合竞价未产生成交价格的,以集合竞价后第一笔成交价为开盘价。

收盘价:指最后五笔成交价的加权平均价。

当日加权平均价:指某一交易品种当日成交总额除以当日交易总量的平均价。

当日结算价:当日最后五笔交易的加权平均价。

9. 资金清算原则

上海黄金交易所坚持公开、公平、公正的宗旨,按照价格优先、时间优先的原则,采取自由报价,撮合成交,集中清算,统一配送的交易方式,同时提供询价交易等作为辅助交易方式。

(1) 集中:是指交易所与会员在结算日统一通过清算银行办理资金划付。

(2) 净额:是指会员就其在交易所买卖的成交净额与交易所进行清算。

(3) 直接:是指交易所直接和会员实行净额清算。

10. 清算业务程序

(1) 现货交易实行T+0的清算速度办理资金清算。参与金额交易的会员(自营或代理),在交易日将资金从买入会员资金帐户上扣除,将资金划入卖出会员(自营或代理)资金帐户,下一个交易日,再划入卖出会员在清算银行开立的(自营或代理)专用帐户。如:买入公司1千克现货,再发生买入后当日上交所便自动将资金从买入会员的资金帐户上扣除,并划入卖出会员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的（自营或代理）资金帐户，下个交易日，将1千克的现货款划入卖出会员的银行帐户里。

（2）参与延期交收的会员（自营或代理），在交割日交易结束前，须将足额的货款划入清算准备金帐户，交易所将资金划入卖出交割的会员（自营或代理）的清算准备金帐户。

（3）会员须在交易所指定的银行分别开立自营和代理专用帐户进行资金清算。代理客户资金应存入代理专用帐户。

（4）会员自营和代理交易分别清算。

（5）交易所负责会员自营资金的清算。交易所负责向会员提供其他代理客户交易资金清算明细数据。

11. 可交割条块

交易所交易的金锭、金条、银锭为经交易所认定的可提供标准金锭、金条、银锭企业生产的符合交易所金锭、金条、银锭质量标准的实物，及伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商或精炼厂生产的标准实物。

对于延期交收交易，基准交割品种为标准重量3千克、成色不低于99.95%的金锭。标准重量1千克、成色不低于99.99%的金锭可替代交割，并实行升水制度，升水标准根据交易所公告执行。交收实物须为3千克和1千克整数倍。

（三）黄金AU（T+D）的优势

1. 资金利用率放大：投资者按黄金成交金额13%的首付款就可以买卖全额的黄金，减少资金投入，提高投资收益。

2. 双向交易：引入做空机制，无论行情上涨或下跌都能获利，打破了传统市场中只有价格上涨才能赢利的单边模式。

3. T+0交易：当日内可多次买卖交易，不错过获利时机。

4. 交易时间长：覆盖全球主要黄金市场的交易时间，分上午、下午和晚上，尤其是黄金行情波动最活跃的晚间交易时间更适合白天忙碌的上班族。

5. 交易成本低：交易手续费最高为成交总金额的万分之十五，远低于股票、纸黄金等理财产品。

6. 便于交割：不同于期货，投资者可自主把握交割时间。提取实物黄金便利，投资者可到上金所在全国各地指定的几十家仓库提取。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、我国黄金期货市场

经国务院同意，中国证监会于2007年9月11日批准上海期货交易所上市黄金期货。2007年12月28日，中国证监会公布批准上海期货交易所挂牌黄金期货合约。2008年1月9日，黄金期货合约正式在上海期货交易所挂牌交易。

黄金是一种兼具金融和商品多重属性的贵金属，黄金期货的上市对我国期货市场的发展具有重要意义：一是完善期货市场、发展黄金市场以及繁荣我国金融市场的需要。推出黄金期货有利于进一步完善黄金市场体系和价格形成机制，形成现货市场、远期交易市场与期货市场互相促进、共同发展的局面。二是有利于打击黄金变相期货交易，维护投资者的合法利益。三是有利于广大企业和投资者利用黄金期货发现价格和套期保值，提高风险管理水平，增强国际竞争力。

但是我国黄金期货上市以来的表现并没有达到预想的结果。上市初期投资者对黄金期货的积极性很高，上海期货交易所黄金期货前三天交易量分别为103.364吨、87.984吨、85.418吨，而随后大幅下降，市场流动性缺失导致期货市场未能得到充分发挥。一个真正具有流动性的市场不仅要求有相当可观的交易量作为基础，还需要有广泛的交易者参与。一般来说，交易者的数量与交易的活跃程度紧密相关，交易者数量越多，市场的竞争程度越高，交易越活跃。与此同时，市场参与者之间的差异性也会影响市场的流动性，这种差异性的存在使市场参与者的投资组合呈现多元化，因而能够增加市场的流动性；相反，如果市场参与者都相同，那么所有的市场参与者都按照同一方式进行交易，受风险承受能力和拥有信息的限制，这将会导致市场基础脆弱，市场价格的稳定性差，难于承受较大的外来冲击，进而降低市场的流动性。

根据进入黄金期货市场的目的不同，黄金期货市场投资者可以分为三大类：套期保值者、套利者和投机者。从事黄金业务的金融机构，从事黄金、白银、铂金等贵金属及其制品的生产、冶炼、加工、批发、进出口贸易的企业法人是我国黄金期货市场上进行套期保值的主体，这些机构与一些具有较大资金量且追求稳健收益的个人投资者构成黄金期货市场套利的主体。寄希望在黄金期货市场上进行价差交易的众多中小投资者则是我国黄金期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场投机者的重要组成部分，我国黄金期货市场的投机者部分是从其他期货品种转移而来，部分是原证券市场的投资者。

一般认为，在成熟的期货市场上，投机者是市场流动性的主要提供者，投机者为了获取投机利润，会根据自己对市场的判断在市场上频繁交易，这带来的结果就是促使市场交易量的增加和买卖价差的缩小。因此，投机者在期货市场中的比例的增加，会提高市场的流动性。但是，如果中小投资者在市场交易中所占的比例过高，市场抗风险能力就会超出市场的承受范围，那么市场交易有可能会出现很难成交的局面，甚至会产生停滞的风险，进而使得市场的流动性大幅降低。国内黄金期货首个合约 AU0806 九家机构累计交割 204 公斤，交割率仅为 0.02%，这也远远低于其他期货品种。这表明，机构投资者对我国黄金期货市场的投资热情不高，黄金期货市场流动性较差。

我国黄金期货市场的参与者现阶段主要是以中小投资者为主，其中部分资金是从证券市场转移而来，且机构投资者参与比例较低，这就使得市场的整体抗风险能力较弱。而中小投资者面对黄金价格的较大波动时容易被市场所淘汰，导致市场流动性的下降。因而，我国黄金期货市场流动性不足的根本性原因就在于有重大资金规模的机构投资者缺失严重。

由于我国黄金期货市场主要以中小投资者为主，机构投资者参与热情不高，而参与者结构的不合理以及机构投资者的缺乏是我国黄金期货市场流动性不足的主要原因。因此，为提高我国黄金期货流动性，促进我国黄金期货市场的稳健运行与良性发展，必须大力开发机构投资者。国内主要的黄金生产企业、冶炼企业，大多既是上海期货交易所的会员，同时也是上海黄金交易所的会员单位，由于在现货市场有完备的交易渠道、丰富的市场经验，他们将是国内黄金期货市场的主要参与者。一旦黄金期货市场和现货市场的通道完全打开，这些机构投资者为黄金期货市场带来的流动性将是巨大的。同时，由于黄金期货的本质功能之一是规避风险，可以为有一定承受能力的专业的机构投资者服务（如商业银行、金融公司等），成为其风险管理的工具。因此，我国黄金期货市场潜力是巨大的，只有逐步放开市场的进入主体资格，鼓励更多的市场参与者进入市场，向黄金期货市场注入新的血液，扩大市场规模，才能进一步提高市场活跃程度和市场运行质量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、我国黄金投资工具的比较

总体看来，目前国内黄金投资品种也有不少，例如：上海黄金交易所 T + D 黄金延期交易、黄金期货交易和各大银行的纸黄金以及经过各种渠道的国际黄金变相交易。而只有黄金期货交易、T + D 黄金延期交易和各大银行的纸黄金是属于国家有关部门监管的。

从交易时间来看，各大银行“纸黄金”的交易时间均为 24 小时不间断交易，而上海黄金交易所的 T + D 黄金买卖是有时间段的，早上 9:00 至凌晨 2:30。手续费用上，银行点差双边点差为 0.8 元/克 ~ 1 元/克；上海黄金交易所是采取交易总额万分之十五(0.48 元/克左右)。银行黄金都是实盘交易，资金占有量高，而上海黄金交易所 T + D 黄金延期交易采取保证金模式，只需 10% 资金就可以操作，还有一个做空机制，即你在高价先卖出，在低价再买入平仓赚取差额。

交易渠道上，各大银行采取柜台交易、电话交易、网上自助终端等几种交易渠道。上海黄金交易所是经过会员和会员授权代理进行网上自助终端交易和电话交易。

在实物黄金中，纪念金币和黄金饰品是由黄金零售商销售，具有较高溢价，且需缴纳增值税。金条金块的交易主要集中于银行和投资公司，金条金块交易成本低于纪念金币和黄金饰品且不征收交易税，但是回购困难。如果购买实物黄金数量巨大，还将面临保存成本高、安全性等问题。

纸黄金是黄金的纸上交易，投资者的买卖交易记录只在个人预先开立的“黄金存折账户”上体现，而不涉及实物金的提取。赢利模式即通过低买高卖，获取差价利润。纸黄金实际上是通过投机交易获利，而不是对黄金实物投资。目前国内市场主要有建行、工行和中行的纸黄金，其中工行的纸黄金手续费较低，单边点差为 0.4 元/克。

黄金(T + D)递延交易是指以保证金的方式进行的一种现货延期交收业务。买卖双方以一定比例的保证金(合约总金额的 10%)确立买卖合约，和黄金期货一样可以双向交易，买卖双方可以根据市场的变化情况，随时平掉持有的合约，在持仓期间将会发生每天合约总金额万分之二的递延费。递延费支付方向要根据当日交收申报的情况来定，如果客户持有买入合约，而当日交收申报的情况是收货数量多于交货数量，那么客户就会得到递延费，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反之则要支付，交易手续费为单边总金额的1.5‰。黄金(T+D)递延交易只有上海黄金交易所的会员才有资格进行交易(个人客户可以通过会员单位参与到交易中去)。

黄金期货是以实物黄金作为合约标的物的标准化合约，黄金期货采用保证金制度，其风险与收益被放大了八九倍，黄金期货的价格波动风险也远远高于实物黄金和纸黄金，因此交易黄金期货时需要严格进行资金管理。黄金期货交易十分便捷，流动性高，更适合于专业投资者。黄金期货价格通常与现货黄金价格之间存在价差(即基差)，理论价差反映为黄金期货合约持有期的持仓成本，因此在交易黄金期货时需要评估其理论价格，以防黄金期货价格的过度基差风险(没有夜场，风险比较大)。

实物黄金手续费最低的是工行“金行家”，假如购买1000克的黄金，单边费用共计502元人民币，纸黄金手续费也是工行相对便宜，购买1000克黄金单边交易成本为400元。黄金(T+D)递延交易与黄金期货交易特点类似，但是递延交易的成本最高且不确定。黄金期货交易手续费在众多黄金产品中最低，单边每手仅为100元。如果是日内双边交易，只收单边费用，而且黄金期货持仓成本仅为实物黄金和纸黄金的八分之一。随着黄金期货市场的逐步成熟，黄金期货价格逐步回归现货价格，黄金期货的投资优势越来越显著。见下表。

	上海金交所T+D	银行买卖纸黄金
资金投入量(按160元/克计算)	保证金形式	全额投入
	每千克保证金2万元	每千克需投入20万元
交易成本(按160元/克计算，以下均为单边)	手续费144元	手续费0.45元/克
	交易所手续费96元	每千克手续费450元
	每千克手续费240元	
投入回报(按5千克160元/克买入，165元/克卖出)	投入10万元	投入80万元
	毛利25000元	毛利25000元
	交易费2437.5元	交易费4500元
	净收益22562.5元	净收益20500元
	回报率22.56%	回报率2.56%

从交易成本和投资回报率来看，金交所的黄金是具有明显优势的！此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，金交所的黄金的交易规则和纸金也是有区别的，我们都知道纸金只能做多，通俗点讲，只有行情上涨时才能赚到钱，下跌时只能选择观望。但是金交所的黄金就不同了，因为可以做空，也就是说在下跌行情中同样能够赚钱。投资品种的选择对于投资者来说是很重要的，还有交易成本、交易制度都是需要考虑的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　黄金期货投资市场

【本章目的】主要是使投资者掌握黄金期货市场的运行、功能及黄金期货投资的特点。为此，我们首先探讨了期货市场产生的原因，介绍了期货交易市场的构成，包括交易结算制度等。并对我国期货市场的发展历史与现状进行了总结，最后，依据期货市场的特点，提出了黄金期货投资需要注意的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节　期货交易概述

一、商品期货交易的产生

一般认为，期货交易最早产生于美国，1848 年美国芝加哥期货交易所（CBOT）的成立，标志着期货交易的开始。期货交易的产生，不是偶然的，而是在现货及远期合约交易发展的基础上，基于广大商品生产者、贸易商和加工商的广泛商业实践而产生的。1833 年，芝加哥已成为美国国内外贸易的一个中心，南北战争之后，芝加哥由于其优越的地理位置而发展成为一个交通枢纽。到了 19 世纪中叶，芝加哥发展成为重要的农产品集散地和加工中心，大量的农产品在芝加哥进行买卖，人们沿袭古老的交易方式在大街上面对面讨价还价进行交易。这样，价格波动异常剧烈，在收获季节农场主都运粮到芝加哥，市场供过于求导致价格暴跌，使农场主常常连运费都收不回来。而到了第二年春天谷物却匮乏，加工商和消费者都难以买到谷物，价格飞涨。实践提出了需要建立一种有效的市场机制以防止价格的暴涨暴跌，并需要建立更多的储运设施。

为了解决这个问题，谷物生产地的经销商应运而生。当地经销商设立了商行，修建起仓库，收购农场主的谷物，等到谷物湿度达到规定标准后再出售运出。当地经销商通过现货及远期合约交易的方式收购农场主的谷物，先储存起来，然后分批上市。当地经销商在贸易实践中存在着两个问题：他需要向银行贷款以便从农场主手中购买谷物储存，在储存过程中要承担着巨大的谷物过冬的价格风险；价格波动有可能使当地经销商无利可图，甚至连成本都收不回来。解决这两个问题的最好的办法是“未买先卖”，以远期合约的方式与芝加哥的贸易商和加工商联系，以转移价格风险和获得贷款。这样，远期合约交易便成为一种普遍的交易方式。

然而，芝加哥的贸易商和加工商同样也面临着当地经销商所面临的问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，所以，他们只肯按比他们估计的交割时的远期价格还要低的价格支付给当地经销商，以避免交割期的价格下跌的风险。由于芝加哥贸易商和加工商的买价太低，到芝加哥去商谈远期合约的当地经销商为了自身利益不得不去寻找更广泛的买家，为他们的谷物讨个好价。一些非谷物商认为有利可图，就先买进远期合约，到交割期临近再卖出，从中盈利。这样，购买远期合约的渐渐增加，改善了当地经销商的收入，当地经销商支付给农场主的收入也有所增加。

1848 年 3 月 13 日，第一个近代期货交易所—芝加哥期货交易所（CBOT）成立。芝加哥期货交易所成立之初，还不是一个真正现代意义上的期货交易所，而只是一个集中进行现货交易和远期合约转让的场所。

在期货交易发展过程中，出现了两次堪称革命的变革：一是合约的标准化，二是结算制度的建立。1865 年，芝加哥期货交易所实现了合约标准化，推出了第一批标准期货合约。合约标准化包括合约中品质、数量、交货时间、交货地点以及付款条件等的标准化。标准化的期货合约反映了最普遍的商业惯例，使得市场参与者能够非常方便地转让期货合约。同时，使生产经营者能够通过对冲平仓来解除自己的履约责任，也使市场制造者能够方便地参与交易，大大提高了期货交易的市场流动性。芝加哥期货交易所在合约标准化的同时，还规定了按合约总价值的 10% 缴纳交易保证金。

随着期货交易的发展，结算出现了较大的困难。芝加哥期货交易所起初采用的结算方法是环形结算法，但这种结算方法既繁琐又困难。1891 年，明尼亚波里谷物交易所第一个成立了结算所，随后，芝加哥交易所也成立了结算所。直到现代结算所的成立，真正意义上的期货交易才算产生，期货市场才算完整地建立起来。因此，现代期货交易的产生和现代期货市场的诞生，是商品经济发展的必然结果，是社会生产力发展和生产社会化的内在要求。

二、金融期货交易的产生

期货市场最早主要应用于农产品的交易，直到 20 世纪 70 年代初，由于经济环境和体制安排的转变，使得金融市场上利率、汇率和证券价格发生了急剧的波动，整个经济体系的风险增大，而原有的远期交易由于其流动性差、信息不对称、违约风险高等缺陷无法满足人们日益增长的需要，于是，金融期货交易也就应运而生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融即货币流通和信用活动的总称。金融活动对整个国民经济的运行发挥着提供支付手段、媒介商品交换、积累储蓄并引导投资的重要作用。金融期货是交易所按照一定规则反复交易的标准化金融商品合约。这种合约在成交时双方对规定品种、数量的金融商品协定交易的价格，在一个约定的未来时间进行实际交割，承担着在若干日后买进或卖出该金融商品的义务和责任。

金融期货是在七十年代世界金融体制发生重大变革，世界金融市场日益动荡不安的背景下诞生的。在经历了二战后最长的一次经济繁荣后，西方资本主义国家先后陷入了经济危机。通货膨胀的加剧，使得固定利率金融工具出现负利率，利率风险大大增加。布雷顿森林体系崩溃后，国际货币制度实行浮动汇率制。汇率的频繁波动，进一步使国际融资工具受损的风险增大。国内外经济环境的变动，不可避免地导致股市大起大落，给股票持有者带来巨大的风险。在利率、汇率、股市急剧波动的情况下，为了适应投资者对规避价格风险、稳定金融工具价值的需要，以保值和转移风险为目的的金融期货便应运而生。

第一份金融期货合约是 1972 年美国芝加哥期货交易所推出的外汇期货，包括英镑、加拿大元、西德马克、法国法郎、日元和瑞士法郎期货合约，1975 年，芝加哥期货交易所推出了第一张抵押证券期货合约（GNMA），同年，开始交易美国政府国库券期货合约。此后，多仑多、伦敦等地也开展了金融期货交易。第一份股票价格指数期货合约的交易（KC Value Line Index-Futures）于 1982 年在堪萨斯交易所展开。

金融期货一经引入就得到迅速发展，在许多方面超过了商品期货。从市场份额看，1976 年金融期货在合约总交易量中所占的比重尚不足 1%，四年后，就占到 33%，1987 年增至 77%。但从近 5 年世界期货市场整体发展趋势来看，在绝对增长率和相对比例两方面，商品期货的发展都明显快于金融期货的发展。2003～2007 年，世界期货交易量迅猛增长，由 81.62 亿手增加到 151.86 亿手，增长 86.05%，年均增长率为 16.8%。其中金融期货交易量由 74.78 亿手增加到 137.84 亿手，5 年增长 84.31%，低于世界期货整体发展水平，在世界期货交易量中所占比例由 91.62% 下降到 90.77%；而商品期货交易量由 6.84 亿手增加到 14.02 亿手，5 年增长 105%，高于世界期货整体发展水平，在世界期货交易量中所占比例由 8.38% 上升到 9.23%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、中国期货市场的产生与发展

我国期货市场产生于1980年代的改革开放，为给现货交易创造一个保值机制，我国开始逐步创立期货市场。1990年10月12日，在郑州建立了第一个商品期货市场。1992年9月，在广东建立了第一家期货经纪公司——广东万通期货经纪公司。但是由于缺乏对期货市场的统一管理，导致了各地盲目创办各种期货交易所及经纪机构。针对这种局面，政府有关部门从1993年开始对期货市场进行治理整顿：发布了一系列有关期货市场的法制法规，合并了交易所，治理整顿了经纪公司，查处了一大批违规事件。我国期货市场成立十几年来，取得了许多成就：形成了以期货交易所为核心的较为规范的市场组织体系，培养了一批期货专业人才，其回避风险、发现价格的功能有了初步显现。但与西方市场相比，我国市场仍存在品种少、套期保值不足、投机过度、交割制度不完善的缺陷。附表2-1为2009年1-10月中国期货市场交易概况，附表2-2为2009年中国现有的三个期货交易所上市期货品种概况。中国目前尚未推出金融期货交易。

表2-1　2009年1-10月全国期货交易所市场概况

交易所	期货品种	会员总数	总成交额(亿元)	总成交量(手)
大连商品交易所	8	245	289542.3	653418158
上海期货交易所	8	386	579559.58	662857030
郑州商品交易所	7	608	128350.11	330223644
合计	23	1239	997451.99	1646498832

注：交割量、交割额按单边统计

数据来源：上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所，国务院发展研究中心信息网

表2-2　2009年全国期货交易所交易品种一览表

交　易　所	简　　称	品　　种
大连商品交易所	大连商品(DCE)	玉米、黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、豆油、棕榈油、聚乙烯、聚氯乙烯
上海期货交易所	上海期货(SHFE)	铜、铝、锌、黄金、螺纹钢、线材、燃料油、天然橡胶
郑州商品交易所	郑州商品(ZCE)	菜籽油、小麦、棉花、白砂糖、PTA、绿豆、早籼稻

数据来源：上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、期货合约

（一）期货合约的定义

期货合约（Futures Contracts）是指协议双方同意在约定的将来某个日期按约定的条件（包括价格、交割地点、交割方式等）买入或卖出一定标准数量的某种标的资产的标准化协议。合约中规定的价格就是期货价格（Futures Price）。

期货与远期交易的第二个主要不同在于期货合约通常有标准化的合约条款。期货合约的合约规模、交割日期、交割地点等都是标准化的，即在合约上有明确的规定，无须双方再商定，价格是期货合约的唯一变量。因此，交易双方最主要的工作就是选择适合自己的期货合约，并通过交易所竞价确定成交价格。当然，不同期货合约的交割月份、交割地点等往往也有较大的差异，同种金融工具的期货合约也可以有不同的交割月份。但这些也都是由交易所事先确定，并在合约中事先载明的。

有时，交易所会赋予期货合约的空方（即卖方）对交割商品（主要适用于利率期货和商品期货）和交割地点（主要适用于商品期货）进行选择的权利，但交易所也将根据空方的选择按事先规定的公式对其收取的价款进行相应的调整。

以下主要以纽约商品期货交易所（COMEX）的黄金期货合约（见表2－3）为例，具体分析期货合约的各项标准化条款。

表2－3 COMEX黄金期货合约

交易品种	黄　金
交易单位	100盎司/手
报价单位	美元和美分/盎司
最小变动价位	0.1美元/盎司，即10美元/手
合约交割月份	即月、下两个日历月，23个月内的所有2、4、8、10月，60个月内的所有6月和12月
交易时间	喊价交易为08:20至13:30 盘后电子交易为周一至周四14:00至次日08:00 周五14:00至当日17:15 周日18:00至次日08:00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

交易品种	黄　金
最后交易日	每个合约月份的倒数第三个交易日
交割日期	交割月的第一个工作日至最后一个工作日
交割品级	纯度不得低于99.5%
交割地点	交易所指定交割金库
最低交易保证金	只有敞口头寸需要支付保证金，会员及套保客户为2500美元/手，非会员为3375美元/手
持仓限制	所有月份合约净持仓不超过6000手，即月合约不超过3000手
交割方式	实物交割，于交割月份依规定等级结算
交易代码	GC
上市交易所	纽约商品期货交易所（COMEX）

资料来源：纽约商品期货交易所

1. 交易数量和单位条款：每种期货合约都规定了统一的、标准化的数量和数量单位，统称“交易单位”或“合约规模”。例如，COMEX规定黄金期货合约的交易单位为100盎司，每张黄金期货合约都是如此。如果交易者在该交易所买进一张（也称一“手”）黄金期货合约，就意味着在合约到期日需买进100盎司黄金。

2. 质量和等级条款：期货合约通常都规定了统一的、标准化的质量等级，一般采用被国际上普遍认可的商品质量等级标准。例如，我国上海期货交易所规定的黄金期货合约等级条款就注明：金含量不小于99.95%的国产金锭及经交易所认可的伦敦金银市场协会（LBMA）认定的合格供货商或精炼厂生产的标准金锭。再如，纽约商品期货交易所内的黄金期货合约要求纯度不低于99.5%。

3. 交割期条款：期货合约对进行实物交割的月份也会作具体的规定，通常会规定几个不同的合约月份（即交割月份）供交易者选择。同时，交易所还必须指定在交割月份中可以进行交割的确切时间。对于许多期货合约来说，交割日期可以是整个交割月，具体在哪一天交割，则由空方选择。例如，美国纽约商品期货交易所为黄金期货合约规定的交割月份为即月、最近两个连续月、最近23个月内之2、4、8、10月及最近60个月内之6、12月。这意味着，如果交易者买进某个月份的期货合约，那么，他就必须要么在该合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到期之前平仓结清头寸,要么则必须在合约到期时进行实物交割。

4. 交割地点条款:期货合约通常还会为实物交割指定统一的实物商品交割仓库,以保证实物交割的正常进行。当可供选择的交割地点不止一个时,空方收取的价款有时会根据他所选择的交割地点进行调整。例如,COMEX 黄金期货合约规定买者可凭从卖者那收到的标准仓单到交易所指定交割金库中提取交割的黄金现货。

5. 最小变动价位条款:期货合约中通常也规定了最小的价格波动值,即最小变动价位或称为“刻度值”(tick size)。期货交易中买卖双方每次报价时价格的变动必须是这个最小变动价位的整数倍。对 COMEX 的黄金期货合约而言,1 个最小变动价位就是 0.1 美元/盎司,每份合约的规模为 100 盎司,因此每份合约的最小变动价位就是 10 美元/手。

6. 每日价格最大波动幅度限制条款:为了缓解突发事件或过度投机对市场造成的冲击,防止价格波动幅度过大使交易者蒙受过多的损失,维持市场的稳定性,交易所通常也对期货合约规定每日价格最大波动限制,即交易日期货合约的成交价格不能高于或低于该合约上一交易日结算价的一定幅度,达到该幅度则暂停该合约的交易。例如,上海黄金期货每日价格最大波动幅度为不超过上一交易日结算价 ±5%。COMEX 则规定每日最大价格波动幅度是在头一天的结算价格基础上,最初的价格限制是每盎司 75 美元。两个最活跃月份交易中的任何一个在达到价格界限之后的两分钟,所有月份的期货交易都要暂停 15 分钟。如果两个活跃月份的交易中任意一个买价达到最高限制或卖家达到最低限制两分钟而没有成交,交易也要暂停。如果在一天交易的最后 20 分钟达到价格界限,交易将不会停止。如果在交易的最后半小时达到价格界限,交易将在正常关闭时间之前至少 10 分钟恢复。当停止的交易重新恢复时,价格限制将扩大 100%。当月期货合约没有价格限制。

7. 最后交易日条款:指期货合约停止买卖的最后截止日期。每种期货合约都有一定的月份限制,到了合约月份的一定日期,就要停止合约的买卖,准备进行实物交割。例如,纽约商品期货交易所规定:黄金期货的交易时间是 08:20 至 13:30,盘后电子交易为周一至周四 14:00 至次日 08:00,周五 14:00 至当日 17:15,周日 18:00 至次日 08:00,最后交易日为每月最后一个工作日之前的第三个交易日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管这些规定看起来似乎是对期货交易的高度限制，但实际上，正是由于期货合约的高度标准化，才有助于市场参与者了解所交易的商品，才有助于期货合约的流通，从而大大促进了期货交易的发展。

（二）期货合约的种类

按照标的物的不同，期货合约可以分为商品期货和金融期货。

商品期货是指标的物为实物商品的期货合约，也是最早的期货交易品种。其种类繁多，主要包括农副产品、金属产品、能源产品等几大类。但并不是所有的商品都适合做期货交易，在众多的实物商品中，一般而言只有具备下列属性的商品才能作为期货合约的上市品种：一是价格波动大；二是供需量大；三是易于分级和标准化；四是易于储存和运输。

金融期货是指以金融工具为标的物的期货合约。作为期货交易中的一种，金融期货也具有期货交易的一般特点。但与商品期货相比，其合约的标的物不是实物商品，而是金融产品，如证券、货币、汇率、利率等，因此金融期货品种一般不存在质量问题，交割也大都采用差价结算的现金交割方式。根据标的资产的不同，金融期货又可细分为利率期货、股价指数期货和外汇期货。

利率期货是指标的资产价格依赖于利率水平的期货合约。如长期国债期货、短期国库券期货和欧洲美元期货等。

股价指数期货的标的物是股价指数。由于股价指数是一种极特殊的商品，它没有具体的实物形式，双方在交易时只能把股价指数的点数换算成货币单位进行结算，没有实物的交割。这是股价指数期货与其他标的物期货的最大区别。例如，芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange，简称CME）的S&P 500指数期货的单位价格（即每份合约的价格）规定为指数点数乘以250美元。

外汇期货的标的物是外汇。如美元、德国马克、法国法郎、英镑、日元、澳元、加元等。

五、期货市场的功能

（一）套期保值

在日常金融活动中，市场主体时常面临着利率、汇率和证券价格风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（通称价格风险）。尽管现货市场上的价格和期货市场上的价格变动幅度不会完全一致，但由于变动的趋势基本一致，因此，人们可以利用期货市场上的套期保值（Hedging），即通过在期货市场上持有一个与现货市场上交易方向相反、数量相等的同种商品的期货合约，进而无论现货供应市场价格怎样波动，最终都能取得在一个市场上亏损的同时在另一个市场上盈利的结果，并且盈亏额大致相等，从而达到规避风险的目的。这是期货市场最主要的功能，也是期货市场产生的最根本原因。

此外，应该注意的是，对单个主体而言，利用期货交易可以达到消除价格风险的目的。但对整个社会而言，期货交易通常并不能消除价格风险，期货交易发挥的只是价格风险的再分配即价格风险的转移作用。在上例中，正是那个刚开始时买进大豆期货的投资者承担了 A 公司的风险。

不过，在有些条件下，期货交易也具有增大或减少整个社会价格风险总量的作用。具体而言，套期保值者之间的期货交易可以使两者的价格风险相互抵消，投机者之间的期货交易则是给社会平添期货价格的风险，而套期保值者与投机者之间的期货交易才是价格风险的转移。由此可见，适量的投机可以充当套期保值者的媒介，加快价格风险转移速度，而过度的投机则会给社会增加许多不必要的风险。

（二）价格发现（Price Discovery）

期货价格是所有参与期货交易的人，对未来某一特定时间的现货价格的期望或预期。不论期货合约的多头还是空头，都会依其个人所持立场或所掌握的市场资讯，并对过去的价格表现加以研究后，做出买卖委托。而交易所通过电脑撮合公开竞价出来的价格即为此瞬间市场对未来某一特定时间现货价格的平均看法。这就是期货市场的价格发现功能。市场参与者可以利用期货市场的价格发现功能进行相关决策，以提高自己适应市场的能力。政府宏观调控或决策部门也可以凭此价格信号作为依据，改变因现货市场价格信号失真所造成的宏观调控决策或手段的滞后性，从而有利于政府加强对经济的宏观调控。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 期货市场的运行



一、期货市场的组织结构

1. 期货交易所

指国家认定的以会员制为组织形式的进行标准化期货合约交易的有组织的场所，它是为会员提供服务的非营利性、自律管理的机构。交易所会员是指拥有期货交易所的会员资格、可以在期货交易所内直接进行期货交易的单位。国内期货交易所分两类会员：一类是为自己进行套期保值或投机交易的期货自营会员；另一类则是专门从事期货经纪代理业务的期货经纪公司。

表2－4列出了当前世界主要交易所的名称及其主要的交易合约类型。在当前经济金融全球化的背景下，许多商品的期货交易都可以一天24小时在世界各地不同的期货市场上连续进行。但不同的交易所交易费用是不同的，当前亚洲许多新兴市场国家中的期货交易费用就远高于美国等西方国家期货市场上的交易费用。由于美国的芝加哥期货交易所(CBOT)是当今世界最古老也是最大的期货交易所之一，因此，下文中我们将用它作为交易所的典型代表，介绍交易所的有关制度特征。

表2－4 世界主要期货交易所

交易所及起建立时间	主要合约类型			
	商品期货	外汇期货	利率期货	股指期货
芝加哥期货交易所(CBOT)1848	√		√	√
芝加哥商业交易所(CME)1919	√	√	√	√
堪萨斯市交易所(KCBT)1856	√			√
纽约商业交易所(NYMEX)1872	√			√
伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)1982	√		√	√

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	主要合约类型			
伦敦金属交易所(LME)1877	√			
法国国际期货交易所(MATIF)1986	√		√	√
多伦多期货交易所 1983				√
悉尼期货交易所 1972	√		√	√
东京谷物交易所 1952	√			
东京证券交易所 1949			√	√
新加坡国际货币期货交易所(SIMEX)1984	√	√	√	√
香港期货交易所 1977	√	√	√	√

资料来源：根据各期《华尔街日报》整理而得

交易所通常是一个自发的非营利性会员组织。交易所的会员资格，也称作席位，可以被机构也可以被个人拥有，并可以像其他资产那样在市场上交易。表 2－5 就给出了 1998 年美国一些主要期货和证券交易所会员资格的价格。可见，这些席位都是宝贵的资产。同时，这些席位的价格波动也极大，主要受当时和预期的交易量的影响。只有交易所的会员才有权在交易所内进行交易，并对交易所的经营管理享有发言权。但交易所日常事务的运行和管理则主要由交易所的专职管理人员负责并定期向会员报告。

表 2－5　1998 年美国一些主要期货和证券交易所会员资格的价格表

交　易　所	会员价格(美元)
纽约商业交易所	1,550,000
芝加哥期货交易所	570,000
芝加哥商业交易所	380,000
纽约棉花交易所	210,000
纽约咖啡、可可和糖交易所	205,000

资料来源：根据各交易所网站资料整理而得

根据美国联邦法律的规定以及交易所的有关规则，期货交易只能在交易大厅内一个个被称为交易池(pit)的指定的交易地点内进行。通常每一种商品的期货交易都有一个指定的交易池。同时，与股票交易不同，期货合约的交易仍主要是通过交易场内的公开叫价(open outcry)方式来进行的，交易者们还可借用长期以来所形成的特定的手势来表达他们的买卖指令。但近年来随着电子信息技术的飞速发展，电子交易在期货交易中所占的比重也呈逐年递增的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易大厅中的交易者根据其职能的不同可以分为自营商和经纪人两类。前者主要为其自身的帐户进行交易并自负盈亏，他们通常都是交易所的会员；后者主要代表其所在的公司或替场外的某些客户进行交易。当然，这两者之间也存在着一定的交叉，不少场内交易者往往身兼以上两种职能。

2. 清算所

期货合约均在有组织的交易所内进行，交易双方不直接接触，而是各自跟交易所的清算部或专设的清算所结算。

清算所是确保期货合约可以顺利进行交易的一个不可缺少的组成部分。它可以是交易所的一个附属部门，也可以是一家独立的公司。清算所往往是大型的金融机构，要求有充足的资本金作为保证。例如，1998 年芝加哥期货交易所的资本额就高达 MYM100,000,000 - 200,000,000，并受 MYM200,000,000 - 350,000,000 信贷额度的支持。因此由清算所充当所有期货买者的卖者和所有卖者的买者，交易双方就无须担心对方违约；同时，清算所作为每笔期货交易卖者的买者和买者的卖者，同时拥有完全匹配的多头和空头头寸。从总体来看，我们也可以说清算所是“完全套期保值的”。即无论期货价格是上涨还是下跌，清算所的财富都不受影响，所以清算所的风险极小，在美国期货交易历史上至今还从未发生过清算所违约的先例。因此，也正是由于期货交易中清算所的存在，从而克服了远期交易中存在的信息不对称和违约风险高等主要缺陷。

此外，与股票市场不同，期货市场上买入的合约数一定等于卖出的合约数。所以，如果我们将流通在外的所有多头和空头头寸加总，总数一定为零。

3. 期货经纪公司

指由中国证监会颁发期货经纪业务许可证和国家工商行政管理局颁发营业执照的拥有期货交易所会员席位、专门受客户委托进行期货交易的专业公司。

4. 期货交易者

指为了规避风险而参与期货交易的套期保值者，或为了获得投机利润的期货投机者。他们通过期货经纪公司（或自身就是期货交易所的自营会员）在期货交易所进行期货交易。

而根据交易目的的不同，期货市场的交易者主要可以分为投机者（Spec-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ulator)、套利者(Arbitrageurs)和套期保值者(Hedger)这三类。投机者是指那些以追逐利润为目的,同时也承担较高风险的期货交易者,通常场内的自营商都是投机者;套利者是指那些利用市场定价的低效率来赚取无风险利润的交易主体,可以说由于大量套利者的存在,使得实际上大多数金融市场的报价中仅存在极少的套利机会;套期保值者则主要指那些为了降低已有的风险暴露而进行期货交易的人,通常是商品的生产者或某一特定商品的使用者。值得注意的是,套期保值者在进行套期保值时并不一定要实际拥有该商品。例如,农作物的种植者甚至可以在真正播种之前,就通过在期货市场出售他预期的收获来进行套期保值。同样,那些需要大量农产品来作为生产原料的生产商也可以在实际需要前好几个月就为预期的农产品需求进行套期保值。大多数情况下,套期保值者并不亲自在交易所大厅内进行交易,往往是通过某家经纪公司,再由该经纪公司将指令传到其在交易场内的经纪人来完成的。因此,经纪人也可以据此分为两种:那些在交易所外为经纪公司工作的经纪人通常称为场外经纪人,他们通常要与客户直接接触,处理有关的业务,并负责将客户的指令传至交易所;而另一类主要在交易所大厅内执行客户指令实际进行交易的经纪人则称为场内经纪人。

这种有组织的期货合约交易结构与远期市场的组织结构极为不同。相对而言,远期市场是一个极为松散的组织,通常没有专为交易设立的固定的交易地点(当然也有个别例外,比如罗顿金属交易所交易金属远期就有专门的交易大厅)。即使是高度发达的外汇远期市场,也只是一个全球范围内的由许多大银行、大经纪公司所组成的电子网络。

图2－1为典型的国际期货交易市场架构,需要注意的是,国内尚无独立于F交易所外的结算所。

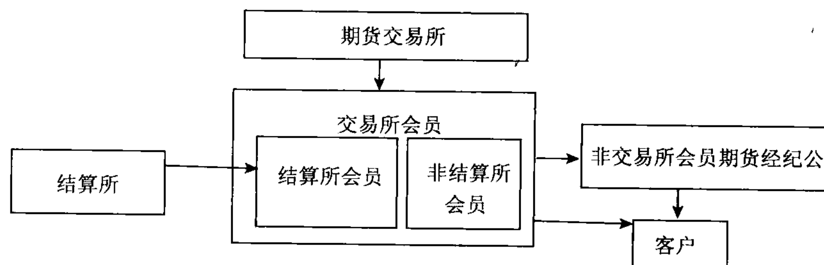


图2－1 期货交易市场架构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、期货交易制度

（一）期货头寸的结算

期货头寸的结清方式主要有以下 3 种：实物交割、对冲平仓和期货转现货。

1. 实物交割（Delivery）

大多数的期货合约在最初订立时都要求通过交割特定的商品来结清头寸。正如我们在上文 CBOT 小麦期货合约的讨论中所看到的那样，实物交割通常要按期货交易所的规定，在特定的时间和特定的地点进行，又费时又费力。因此，据统计，目前大约只有不到 2% 的期货合约是通过实物交割来结清头寸的。近年来，期货交易中还引入了现金结算的方式，即交易者在合约到期时不进行实物交割，而是根据最后交易日的结算价格计算交易双方的盈亏，并直接划转双方的保证金来结清各自的头寸。但和实物交割一样，现金结算也是在合约到期时才进行的一种结清头寸的方式。

2. 对冲平仓（Offset）

这是目前期货市场上最主要的一种结清头寸的方式。那些不愿进行实物交割的期货交易者，可以在交割日之前就通过反向对冲交易（相当于期货合约的买者将原来买进的期货合约卖掉，期货合约的卖者将原来卖出的期货合约重新买回）来结清自身的期货头寸，而无须进行最后的实物交割。这样，既克服了远期交易流动性差的问题，又比实物交割方式来得省事和灵活。值得一提的是，尽管目前期货交易中对冲平仓的方式已经占据了绝对的比重，实物交割的比例很低，但我们也不应忽视交割的重要性。因为，正是由于具有最后交割的可能性，期货价格和标的物的现货价格之间才具有内在的联系。随着期货交割月份的逼近，期货价格才会收敛于标的资产的现货价格，而当到达交割期限时，期货价格才会等于或非常接近于现货价格。不然的话，就存在着无风险套利的机会 。

3. 期货转现货（Exchange - for - Physicals，EFP）

期货市场上的交易者还可以通过 EFP 来结清自身的头寸。所谓 EFP，是指两个交易者协商同意同时交易某种现货商品以及基于该现货商品的期货合约来结清两者头寸的一种交易方式。例如，假设交易者 A 拥有一份小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦期货合约的多头，并真的希望买入小麦。同时，交易者 B 拥有一份小麦期货合约的空头，并拥有小麦准备出售。两个交易者通过协商，同意按某一价格交割小麦并抵消相互间的全数期货头寸。交易所经过审核，若认为两者的期货头寸（一个多头，一个空头）可以相互匹配，同意结清两者的期货头寸，则整个 EFP 过程就完成了。尽管 EFP 的结果和对冲平仓有点类似，但 EFP 在某些方面还是与对冲平仓有很大的不同：首先，交易者事实上进行了实物的交割；第二，期货合约并不是通过交易所大厅内的交易来结清头寸的；第三，两个交易者可以私下协商价格以及其他的交易条款。由于 EFP 交易发生在交易所的交易大厅之外，因此，有时也被称为场外交易。尽管美国联邦法律和交易所规则通常要求所有的期货交易都必须在交易场内进行，然而 EFP 却是这一通行规则的一个例外。

（二）保证金（Margin）制度和每日结算制（Daily Settlement）

保证金制度和每日结算制是期货市场交易安全的重要保证。与远期交易不同，期货交易是每天进行结算的，而不是到期一次性进行的，这就是所谓的每日结算制。买卖双方在交易之前都必须在经纪公司开立专门的保证金账户，并存入一定数量的保证金，这个保证金也称为初始保证金（Initial Margin）。初始保证金可以用现金、银行信用证或短期国库券等交纳。通常短期国库券可以按其面值的 90% 来代替现金。股票有时也可以代替现金，但通常大约为其面值的 50%。保证金的数目因合约而不同，也可能因经纪人而不同。初始保证金大致等于所交易合约的每日最高价格波动，当交易者结清所有的期货头寸后会退还给交易者。如果交易者是以某一有价证券作为保证金存入，则交易者还将获得该有价证券作为保证金存入期间所孳生的利息。对大多数的期货合约而言，初始保证金通常仅为标的资产价值的 5% 到 10%。这是因为保证金要求会限制交易者的交易活动，为保持市场的活跃性，通常交易所和经纪人都不希望保证金要求过高。而且在每天交易结束时，保证金账户会根据期货价格的升跌而进行调整，以反映交易者的浮动盈亏，这就是所谓的盯市（Marking to Market）。浮动盈亏是根据结算价格（Settlement Price）计算的。结算价格的确定由交易所规定，它有可能是当天的加权平均价，也可能是收盘价，还可能是最后几秒钟的平均价。

当天结算价格高于昨天的结算价格（或当天的开仓价）时，高出部分就是多头的浮动盈利和空头的浮动亏损。这些浮动盈利和亏损就在当天晚上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分别加入多头的保证金账户和从空头的保证金账户中扣除。当保证金账户的余额超过初始保证金水平时，交易者可随时提取现金或用于开新仓 。但交易者取出的资金额不得使保证金帐户中的余额低于初始保证金水平。而当保证金账户的余额低于交易所规定的维持保证金(Maintenance Margin)水平时(维持保证金水平通常是初始保证金水平的75%)，经纪公司就会通知交易者限期把保证金水平补足到初始保证金水平，否则就会被强制平仓。这一要求补充保证金的行为就称为保证金追加通知(Margin Call)。交易者必须存入的额外的金额称为变动保证金(Variation Margin)，变动保证金必须以现金支付。

此外，我们知道期货交易的清算是通过清算所进行的。期货交易所的会员中既有清算会员也有非清算会员，而清算所只与清算会员打交道，因此，所有的非清算会员都必须通过清算会员进行清算。与经纪人要求投资者开设一定的保证金帐户一样，清算所也要求其会员在清算所开设一定的保证金帐户，我们称之为清算保证金(clearing margin)。与投资者保证金帐户的操作方式类似，清算所会员的保证金帐户也是实行每日结算制，但对清算所会员来说，只有初始保证金，没有维持保证金。因此，每天每一种合约的保证金帐户的余额必须等于每份合约的初始保证金乘以流通在外的合约数。关于流通在外的合约数的计算，也主要有两种方式：或基于总值(gross basis)，即将客户开的多头总数与空头总数相加；或基于净值(net basis)，即允许多头和空头相互抵消。目前，绝大多数清算所都是基于净值来计算清算保证金的。

图2-2则代表了保证金的整个流程。交易者A通过一个清算会员进行交易，则该交易者将保证金存入此清算会员，再由其直接存入清算所。交易者B通过一个非清算会员进行交易，则该交易者将保证金存入此非清算会员，再由其将保证金存入某一清算会员处，最后再由该清算会员将保证金存入清算所。实际上，大多数大的经纪公司都是清算会员，只有那些在交易所内为其自身帐户进行交易的投机者往往不是清算会员，需要通过清算会员来清算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

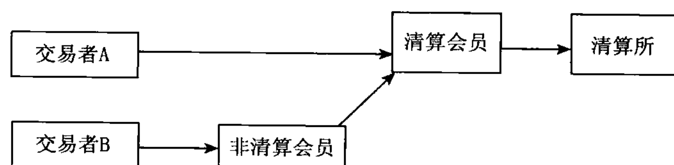


图2－2　保证金流程图

三、期货市场的监管

（一）一般监管模式

期货市场的监管通常包括期货市场的准入及日常运行这两大部分。以美国为例，就市场准入而言，新开发的期货合约必须经过商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，CFTC）的同意才可进行交易。而对期货市场运行情况的监管则主要包括对价格操纵、内幕交易、虚假交易等行为的禁止以及对个人持仓限额的有关规定等，旨在建立起一个有序的市场竞争环境以保证期货市场社会功能真正能够得以实现。以下以美国的期货市场监管模式为例，对期货市场的监管问题做一简要的介绍：

目前，美国期货市场上三个主要的监管力量来自于CFTC、国家期货协会（National Futures Association，NFA）、交易所和清算所。它们相辅相成，相互制约，共同构成了一个严格而有效的三级监管体系。

1. CFTC

CFTC是根据美国1974年商品期货交易委托法案建立起来的一个管理机构，它作为统一监管全国期货市场的最高权力机构，直接向国会负责。除了拥有新期货合约的审批权外，还可以对期货市场的交易规则，如每日价格最大波动幅度、交割程序、最小变动价位等进行监管，并有权在其认为市场被不正当操纵时直接干预市场。最为典型的市场操纵行为就是逼仓（Market Corners）和挤仓（Squeezes）。所谓逼仓，是指期货交易所的会员或客户利用资金优势，通过控制期货交易头寸并垄断可供交割的现货商品，故意抬高或压低期货市场价格，超量持仓、交割，迫使对方违约或以不利的价格平仓以牟取暴利的行为。根据操作手法不同，又可分为“多逼空”和“空逼多”两种方式。所谓挤仓，则是指期货交易所的会员或客户利用现货商品供应的断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

裂或瓦解(包括人为因素,以及其他自然的原因如气候变化等所造成的),达到控制期货市场价格的目的。这两种行为不仅会造成期货市场上的虚假价格信息,还会影响期货交易的公正性,损害大多数交易者的利益。美国历史上曾经轰动一时的 Hunt 兄弟白银期货价格操纵案就是逼仓行为的典型代表。

2. NFA

NFA 是美国期货行业的一个自律组织,也是唯一被 CFTC 批准的期货自我管理协会,在美国期货管理机构中占有极为重要的地位。其宗旨主要在于防止期货市场上的欺诈和价格操纵行为,以创造公正、公平的交易规则和交易环境,保护公共的利益并促进期货行业的发展和繁荣。

3. *期货交易所和清算所*

期货交易所和清算所是期货交易监管中的重要环节,交易所内交易的公正性、公开性、公平性和期货交易财务的健全性,都有赖于交易所和清算所的有效监控。通常,为了保证期货交易的顺利进行,交易所和清算所有权制定相关的交易规则并确保其得以实施。具体而言,被交易所禁止的交易行为主要有:①虚假交易(fictitious trading),即仅仅制造交易的假相,而没有实际商品所有权的变更,从而造成虚假价格信息的交易行为。②事前交易(prearranged trading),即两个市场参与者事前就协商同意按某一确定的价格进行有关的交易,而不通过市场的公开竞价,从而影响了市场价格公正性的交易行为。③抢先交易(front running),即经纪人抢在其客户所下达的指令得以执行之前,就按客户指令所要求的价格,先替自己的帐户进行交易,牟取私利的交易行为。此外,为了约束单一交易者对期货市场价格的影响和控制,通常交易所对投机者的头寸限额(position limit),即一个投机者最多可持有的合约数量,都有严格明确的规定[①]。例如,在芝加哥商业交易所 CME 的自由长度木材期货合约中,头寸限额(在开仓时刻)为 1,000 张合约,且在任何一个交割月份中期货合约的数量不得超过 300 张。但仍有一些交易者试图通过不同的帐户进行交易,以规避这一限制。而经纪人作为其客户的代表,与客户的接触最为直接也最为紧密,因此,有义务对此类的违规行为

---

① 头寸限额的目的是为了防止投机者的过分操作对市场造成的不利影响。真正的套期保值者则不受头寸限额的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行监督并及时地向交易所报告，也有责任及时地了解客户的持仓情况，以保证客户的交易行为不触犯行业的有关规定以及有关的法律法规。

（二）我国期货市场监管部门

1. 政府监管

国家指定的对期货市场进行监管的单位。国家确定中国证券监督管理委员会及其下属派出机构对中国期货市场进行统一监管。国家工商行政管理局负责期货经纪公司的工商注册登记工作。

目前，我国期货市场由中国证监会作为国家期货市场的主管部门进行集中、统一管理的基本模式已经形成。对地方监管部门实行由中国证监会垂直领导的管理体制。根据各地区证券、期货业发展的实际情况，在部分监管对象比较集中、监管任务比较重的中心城市，设立证券监管办公室作为中国证监会的派出机构。此外，还在一些城市设立特派员办事处。

2. 行业自律

行业自律组织主要指中国期货业协会。协会宗旨主要体现为贯彻执行国家法律法规和国家有关期货市场的方针政策，在国家对期货市场集中统一监督管理的前提下，实行行业自律管理，发挥政府与会员之间的桥梁和纽带作用，确保会员的合法权益，维护期货市场的公开、公平、公正原则，加强对期货从业人员的职业道德教育和资格管理，促进中国期货市场的健康稳定发展。

协会会员由团体会员和个人会员组成。会员大会是协会的最高权力机构，由理事会为协会常设权力机构，负责协会的常务工作，对会员大会负责。

第三节　我国黄金期货市场



一、黄金期货合约

2002 年上海黄金交易所成立后，我国才结束了统销统配的黄金体制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让黄金生产商和交易商能通过上海黄金交易所自由买卖黄金，标志着黄金交易开始市场化。2008 年 1 月 9 日，黄金期货正式在上海期货交易所挂牌上市，进一步了推动我国黄金市场的发展。同时，鉴于黄金的金融属性，投资者可用黄金期货作为外汇期货的替代品，无疑在当前汇率波动增大的宏观经济背景下，更具吸引力，对黄金期货市场乃至整个黄金市场的交易量都会有很大的推动。

我国黄金期货以人民币/克来标价，每份合约为 1000 克，以集合竞价的方式产生每个交易日的期货价格。一周五个交易日，从周一到周五的集合竞价时间为 8:55 ~ 8:59；连续竞价时间为上午 9:00 到 11:30，下午 13:30 到 15:00。表 2－6 是一份上海期货交易所的黄金期货合约。

表 2－6 上海期货交易所黄金期货标准合约

交易品种	黄　金
交易单位	1000 克/手
报价单位	元(人民币)/克
最小变动价位	0.01 元/克
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价 ±5%
合约交割月份	1－12 月
交易时间	上午 9:00—11:30 下午 1:30—3:00
最后交易日	合约交割月份的 15 日(遇法定假日顺延)
交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	金含量不小于 99.95% 的国产金锭及经交易所认可的伦敦金银市场协会(LBMA)认定的合格供货商或精炼厂生产的标准金锭(具体质量规定见附件)。
交割地点	交易所指定交割金库
最低交易保证金	合约价值的 7%
交易手续费	不高于成交金额的万分之二(含风险准备金)
交割方式	实物交割
交易代码	AU
上市交易所	上海期货交易所

二、黄金期货投资的特点

与我国现有的其它黄金投资方式比较，黄金期货投资具有以下特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）与现货交易比较

1. 交易的对象不同

现货交易的范围包括所有商品；期货交易的买卖对象或标的物是期货合约，是由期货交易所统一制定的，规定了某一特定的时间和地点且交割一定数量和质量商品的标准化合约，期货价格是通过公开竞价而达成的。一般期货合约规定的标准化条款有以下内容：

（1）标准化的数量和数量单位。如上海期货交易所规定每张铜合约单位为5吨，每个合约单位称之为1手。

（2）标准化的商品质量等级。在期货交易过程中，交易双方毋需再就商品的质量进行协商，这就大大方便了交易者。

（3）标准化的交割地点。期货交易所在期货合约中为期货交易的实物交割确定经交易所注册的统一的交割仓库，以保证双方交割顺利进行。

（4）标准化的交割期和交割程序。期货合约具有不同的交割月份，交易者可自行选择，一旦选定之后，在交割月份到来之时如仍未对冲掉手中合约，就要按交易所规定的交割程序进行实物交割。

（5）交易者统一遵守的交易报价单位、每天最大价格波动限制、交易时间、交易所名称等等。

2. 交易目的不同

在现货交易中，买方是为了获取商品，卖方则是为了卖出商品，实现其价值。而期货交易的目的是为了转移价格风险或进行投机获利。

3. 交易程序不同

现货交易中卖方要有商品才可以出卖，买方须支付现金才可购买，这是现货买卖的交易程序。而期货交易可以把现货买卖的程序颠倒过来，即没有商品也可以先卖，不需要商品也可以来买。

4. 交易的保障制度不同

现货交易以《合同法》等法律为保障，合同不能兑现时要用法律或仲裁的方式解决；而期货交易是以保证金制度为保障来保证交易者的履约。期货交易所为交易双方提供结算交割服务和履约担保，实行严格的结算交割制度，违约的风险很小。期货交易实行保证金制度。交易者不需付出与合约金额相等的全额货款，只需付5% ~15%的履约保证金，用少量的资金控制期货合约的全部价值，对交易者来说当然刺激。杠杆作用是期货市场吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引投机者的重要原因之一，但保证金制度在放大盈利比例的同时，也把风险放大了。

5. 交易方式不同

现货交易是进行实际商品的交易活动。交易过程与商品所有权的转移同步进行。而期货交易是以各种商品期货合约为内容的买卖，整个交易过程只是体现商品所有权的买卖关系，而与商品实体的转移没有直接的联系。无论买卖多少次，只有最后的持约人才有履行实物交割的义务。而其他的人只需在合约期满之前做相反方向的买卖，了结原有交易，把买卖差价结算完了即可。另外，现货交易活动随时随地可以进行，具体交易内容由交易双方一对一谈判商定，有较强的灵活性。而期货交易必须在规范化的市场中依法公开、公平、公正地进行，交易中买方、卖方互不见面，不存在买卖双方的私人关系。

(二)与现货递延交易比较

1. 交割时间期限的不同

期货是指有交割时间期限限制的标准合约，所以叫期货。而现货延迟交收业务一般没有交割时间期限的限制。

2. 做市商和交易所的不同

期货交易一般都需要在期货交易所里进行集中撮合交易，而交易所必须是会员才能交易，一般客户必须通过会员代理才能做交易。目前黄金期货在全球范围内主要在美国和日本，而他们的黄金期货就是在商品期货交易所里集中撮合交易。国际黄金市场上市场交易量和市场交易规模最大的伦敦黄金交易市场并不存在集中撮合交易的交易所，而是由五大黄金做市商(著名国际大银行)和下一级的大量黄金商组成的黄金做市商用网络提供现货黄金延迟交收模式。

3. 价格形成机制不同

现货延迟交易的价格是由黄金做市商报出买卖价格，依据做市商的报价，客户决定是否与做市商交易。期货交易的价格形成机制是在交易所里所有交易者集中竞价形成的价格。

4. 交易对象是否特定

“交易对象之间是否特定”是期货与现货模式的最大区别所在。投资者参与期货交易所的期货交易时，他的交易对象是不特定的，在交易所里任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个做反向交易报单的投资者都可能是他的交易对象,交易所是这些非特定交易者之间进行撮合交易的中介保证环节。这一点期货和股票市场是完全类似的,它们都是非特定交易对象的交易所模式。

在做市商交易模式里,交易对象是固定的,投资者的交易对象就是做市商。只要做市商报出的买卖价格,投资者接受价格并做出交易决策,按双方事前的合同约定就能达成交易。双方交易达成后必须要履行合同约定,这是一种正常商业合同约束下的交易行为。做市商交易模式最常见的就是银行的外汇牌价交易,任何外汇交易客户的交易对象都是银行,交易对象之间是特定的。

表 2－7　黄金期货与纸黄金和黄金现货延迟交易的区别

	黄金期货	纸黄金	延迟交易
交易方向	双向交易	单向交易	双向交易
资金比例	保证金交易	全额交易	定金交易
交易时间	白天四小时	24 小时交易	24 小时交易
交易成本	低	高	中等
能否提货	可以提货	不可以提货	可以提货
有无期限	有交割期限	无交割期限	无交割期限

三、黄金期货投资的操作

(一)黄金期货如何开户

黄金期货客户开户必须以真实身份办理开户手续,开户对象分为个人户和法人户。个人开户必须出示身份证原件,并且提供复印件,签署时需提供相应的居住地址、联系方式等信息以及交易所要求的其他材料。法人户开户需出示营业执照、税务登记证、组织机构代码证的副本原件、法定代表人身份证原件及其授权书、经办人身份证原件以及交易所要求的其他材料。国有企业或者国有资产占控股地位或者主导地位的企业,还需要出示主管部门或董事会批准进行期货交易的文件等。上述证件、文件要求留存复印件。

按照相关规定,有下列情况之一的,不得成为期货经纪公司客户:

国家机关和事业单位;中国证监会及其派出机构、期货交易所、期货保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证金安全存管监控机构和期货业协会的工作人员；证券、期货市场禁止进入者；未能提供开户证明文件的单位；中国证监会规定不得从事期货交易的其他单位和个人。

（二）黄金期货交易流程

黄金期货市场交易内容主要包括保证金、合同单位、交割月份、最低波动限、期货交割、佣金、日交易量、委托指令。

1. 保证金。交易人在进入黄金期货交易所之前，必须要在经纪人那里开个户头。当交易人参与黄金期货交易时，无需支付合同的全部金额，而只需支付其中的一定数量（即保证金）作为经纪人操作交易的保障，一般将保证金定在黄金交易总额的 10% 左右。

2. 合约单位。黄金期货和其他期货合约一样，由标准合同单位乘合同数量来完成。

3. 交割月份。黄金期货合约要求在一定月份提交规定成色的黄金。

4. 最低波幅和最高交易限度。最低波幅是指每次价格变动的最小幅度，如每次价格以 10 美分的幅度变化；最高交易限度，如同目前证券市场上的涨停和跌停。纽约交易所规定每天的最高波幅为 75 美分。

5. 期货交付。购入期货合同的交易商，有权在期货合约变现前，在最早交割日以后的任何时间内获得拥有黄金的保证书、运输单或黄金证书。同样，卖出期货合约的交易商在最后交割日之前未做平仓的，必须承担交付黄金的责任。

6. 当日交易。期货交易可根据当天的价格变化，进行相反方向的买卖平仓。当日交易对于黄金期货成功运作来说是必须的，因为它为交易商提供了流动性。

7. 指令。指令是顾客给经纪人买卖黄金的命令，目的是为防止顾客与经纪人之间产生误解。

（三）怎样买卖黄金期货

1. *投资者参与黄金期货应注意什么？*

期货交易采取保证金方式。保证金交易的杠杆作用不仅使盈利放大，也同样使亏损成倍放大。因此，期货交易不仅要求投资者掌握一定程度的专业知识，而且还要有较强的市场分析能力及风险承受能力。还需要提醒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是，通过期货公司会员代理参与交易是参与黄金期货交易的唯一合法途径。除此之外，任何单位和个人都无资格代理投资者进行黄金期货交易。

2. 交易单位为什么选择1000克/手？

交易单位是在广泛征求社会意见的基础上设定的。1000克/手的交易单位，不鼓励风险承受能力不足的投资者参与黄金期货交易，但方便机构投资者参与。以黄金期货为突破口，积极培育商品期货机构投资者队伍，有助于挖掘大宗商品期货的金融属性，推动市场机制的完善和投资者结构的完善。

3. 为什么最小价格变动价位是0.01元/克？

最小价格波动的设计，主要考虑的是期货交易的流动性，防范风险，保护投资者利益。最小价格波动太小，对投机者的吸引力会下降，合约的流动性会受到影响；最小价格波动太大，则交易价格会出现不连续现象，不能真实反映市场的走势。另外，最小价格变动价位定为0.01元/克比较符合国内投资者的交易习惯。

4. 个人投资者为什么不能进行黄金期货的实物交割？

我国期货市场目前上市的所有品种都不允许个人投资者参与交割。期货市场的主要功能是价格发现和套期保值，实物交割不是期货交易的主要目的。因此，为了加强风险控制，上期所规定自然人客户不允许进行黄金实物交割。如果自然人客户确实需要购入现货黄金，可以通过银行或现货市场交易等渠道及方式实现。

四、黄金期货投资的注意事项

1. 投资黄金期货需要对风险有足够的认知

首先投资者对期货的认知是有一个过程的，一个股票投资者如果能平稳过渡到期货交易当中需要三年以上时间，最主要是做空机制的问题，还有杠杆理解的问题。我们在分析问题的时候，需要一种筛选的能力，这种能力需要在市场上中经过长期摸爬滚打才可以感知的，很难用具体的语言来描述，需要风险的认知。广大的机构投资者和散户参与需要很多专业知识进行引入、指导．

2. 个人投资黄金期货专业知识必不可少

个人投资者参与黄金期货本身需要更多的专业知识，专业知识养成与现货交易知识会产生冲突，现在的机构投资者知识也需要改进。现在做的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合约品种是对未来品种价格进行预测，而不是现在，因为大部分现货商投资者以现在产品价格走势预测未来价格。在很多场合下，这样是不完全匹配、融合的，会造成判断失误。很多现货商，他们非常容易犯的错误是，经常希望把现在的供求关系放到未来，未来供求不是他个人能力所能预期的，而目前他对商品的认知和预测价格是有风险的，有时候风险还是很大的。首先第一点要学习的是如何避免损失扩大。美国、日本国家对投资者的教育是要求他们规避风险，而中国黄金投资摆在第一位的是如何挣钱。美国和西方国家从事金融交易的时间长达100多年，而中国才10多年。我们要借鉴西方有益经验，对投资者进行行业风险教育，而不要一开始对大家说这个市场将会多么有吸引力。

3. 无法双向流动依然是黄金期货需要面临的问题

黄金期货是很好的品种，集三大功能于一身，有商品的属性，有货币的属性，也有金融属性。和基本金属，像铜、天然胶、菜籽油还是完全不一样的。上海期货交易所上市的黄金期货是发挥它期货衍生工具的作用，把黄金交易放在上海期货交易市场也是做黄金商品功能，发挥黄金的商品功能。黄金有货币功能和金融属性，这和其它功能都不太一样，比如说做菜籽油、铜、锌的期货品种，一旦有现货交割都是单向的，比如说现货商买菜籽油，要有交割，这个合约完成以后，菜籽油就交割了。但是黄金不一样，投资者投资黄金期货进行交割，黄金无法再次进入市场，为什么全球黄金市场中，黄金现货交割问题在期货市场里都无法解决双向流动，这是其属性所决定的。投资者买黄金不是把黄金买回家以后，打一个金戒指，把它做成别的产品，因为交易所制度的缺陷，使得黄金实物双向和期货市场基本上没有办法对接，只能是单向的。比如说交割买入可以，我们看到黄金期货交易所现货交割是非常麻烦的，一旦交割现货，投资者卖不出去。期货公司实际上对金条的真假问题就产生了担保问题。第二个层面是交割库有验金系统。这样成本很大，上海黄金交易所这个问题没有解决，金条金砖交割之后卖出的问题没有解决，在期货交易所同样面临这样的问题。

4. 交易时段的差异会使参与风险非常大

黄金非常特殊，我们在全世界的范围里，黄金期货交易所，成功的就两家，一个是美国的COMEX，另一个是日本。交易比例在全球不太一样，我们可以做黄金期货，但是我们不能把黄金的衍生工具和衍生投资品全部寄希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望于黄金投资品来解决问题。除了交割以外,还有价格问题,现在是影子价格。全球黄金市场的定价权在欧美国家,中国现阶段几乎在世界黄金市场上没有发言权,因为没有很大的交易量,所以价格只能是欧美国家的影子价格。影子价格会导致很大的交易风险问题,比如说时间段,其它产品不太一样。如果在出现这样的情况下,现在黄金交易所已经开了夜市,但是不知道未来黄金期货交易所是不是开夜市。一般北京时间的夜晚黄金价格波动幅度比较大,上午中国的黄金市场开盘,而那时候黄金价格比较平稳。这个问题非常大,因为等于投资者的风险是开放的,我们的命运掌握在美盘。亚洲的黄金期货还没有特别成功的案例,香港黄金期货市场基本上没有了,新加坡黄金期货市场也非常小。黄金套期保值也好,合约价格也好,变化都非常好,有的投资者说我长期看涨黄金期货,那么我就不用做现货了,成本很高,我直接在期货上做一个单子,就可以长期持有。黄金市场交易量非常非常小,而且它参照伦敦黄金交易价格对应期货价格。现货金真正的价格发现功能并不是很强烈,我们经过很长时间研究之后确实发现这个问题,谁的规模大,谁就有主动权。

5. *风险犹存 中小投资者谨慎参与黄金期货*

将来黄金期货品种丰富起来之后,我们满足了对中国黄金的投机需求,因为这个市场里投资者、投机者非常重要,需要大量的投机者活跃市场,增加交易量,投机者是承担风险的,把风险化解。我们建立了真正满足投机者的市场。将来黄金期货交易市场是机构投资者的乐园,不仅因为期货的高风险,而且中国市场受国际市场的直接影响,只有机构投资者适合参与,散户投资者还是暂时离远一点。因为无论是交割问题,还是交易问题,作为散户来讲,在初期都可能成为市场的输家。所以散户投资者投资黄金期货需要更加谨慎。

6. *黄金期货更适合于有经验的投资者*

相比黄金期货,实物黄金可能是中小投资者更好的投资品种。因为它风险相对较低,只要不买上假黄金。因为纸币本身也有风险,拿纸币换黄金是交换的过程,纸币本身也有贬值的风险,也有被通货膨胀侵蚀财富的风险。而黄金是很稳定的,很保值的,很抗通货膨胀的投资品种。如果有能力的人群可以参与黄金衍生品工具的交易,投资者可以根据自己的经验选择投资品种。如果你参加金融衍生品投资或者股票投资很多年,经验很高,能力很强,能控制投资的风险,就投资黄金期货,进行投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 黄金期货投资的策略

2008年1月9日，经中国证监会批准，黄金期货合约在上海期货交易所上市交易，这为广大投资者开辟了一条新的投资渠道，为其组合投资提供了一个有效的风险管理工具。然而，作为一种新兴的投资工具，许多投资者对黄金期货的交易方式还不甚了解。本章主要介绍了黄金期货套期保值、投机、套利三大交易方式和组合投资策略，力图使广大投资者能够熟悉黄金期货交易的基本知识，掌握黄金期货投资的基本操作策略，从而为运用黄金期货这个投资工具打下坚实的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节　黄金期货的套期保值

期货市场的一个基本经济功能是为现货持有者提供价格风险管理的机制。黄金期货的推出，为投资者提供了一个规避黄金市场系统性风险的有效工具。作为一个套期保值者，应该熟悉了解黄金期货套期保值的基本原理和特点，熟练掌握黄金期货套期保值的各种方式和方法，从而制定适合自己需求的套期保值策略，规避系统性风险。

一、套期保值交易

1. 套期保值的概念

套期保值，是英文 hedging 翻译过来的。该词的本意是用树篱围住，引申用在赌场上是两面下注的意思，在国内又被译为“对冲交易”、“海琴”、“套头交易”等。期货交易的目的在于为价格保险，即保值；而在期现两个市场上同时采取相反买卖交易的行为即为套期。

在期货市场上，投资者可以根据现货与期货之间的某种必然联系，运用期现市场不同交易的方式来规避价格风险。所谓套期保值，就是通过两市场相互配合的交易行动，使期货交易和现货交易的盈利与亏损互相抵补，从而达到保护现货价格的目的。其基本的操作方法是：买进或卖出与现货市场交易数量相当、期限相近，但交易方向相反的期货合约，以期在未来某一时间通过卖出或买进相同的期货合约对冲平仓，以期货交易的赢利或亏损来补偿或抵补现货市场价格变动所带来的实际价格风险，使投资者获得一个稳定的收益。

应该注意的是，套期保值是对期货合约标的物（现货）进行保值，而不是通过交易对期货进行保值。一旦选择套期保值交易，投资者就放弃了价格有利变动所产生的获利机会。但是，作为一个套期保值者，应把规避现货价格变动的风险放在重要位置，他追求的是稳定的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 黄金期货套期保值的原理

套期保值是黄金期货市场上最基本、也是最重要的交易功能。套期保值之所以能规避现货价格风险，其基本原理包括以下两点。

（1）黄金期货市场价格与现货市场价格之间存在着相关性。在同一个经济系统内，影响黄金期货市场和现货市场价格的因素是基本一致的。当某个因素的变化引起黄金现货市场价格上涨或下降时，期货市场价格也会受此影响而上涨或下降，虽然两者波动的幅度有可能不一致，但其波动的方向是一致的。而且，由于市场套利者的存在，当两个市场之间存在获利空间时，他们便会及时进入市场。这种行为的存在能随时调整市场上的价格，使黄金期货市场的价格和现货市场的价格趋于一致，而不至于脱离太远。因此，套期保值者就可以通过在黄金期货市场和现货市场上建立两个相反的头寸，用一个市场的盈利来弥补另一个市场的亏损，以达到保值的目的。

（2）黄金期货市场的价格和现货市场的价格存在着趋同。由于期货合约的价格包括现货价格和持有成本，黄金期货的价格一般要高于现货价格。但是，随着期货合约交割月份的临近，持有成本会逐渐减少，相应的期货价格也会越来越低。当达到交割期限时，黄金期货的价格将等于或非常接近于现货的价格。如果两者之间存在着明显的套利机会，套利者将不断地进行套利并使期货价格和现货价格趋于一致。

当然，由于受到一些额外因素影响，期货市场并不等同于现货市场，因而黄金期货价格在波动幅度与时间上也并不一定与现货价格完全一致。这就意味着套期保值者在对冲平仓时，会遇到额外盈利或亏损的情况，并不能达到完全保值。因此，在进行黄金期货套期保值交易时，我们必须要分析各种可能影响套期保值效果的因素。

3. 黄金期货套期保值的基本原则

（1）交易方向相反。在进行黄金期货套期保值交易时，套期保值者应该在期货市场和现货市场上采取相反的买卖行为，建立相反的头寸。即在黄金现货市场上买入现货而在期货市场上卖出该种现货的期货合约；或者在黄金现货市场上卖出现货而在期货市场上买入该种现货的期货合约。只有这样，才能保证在一个市场上亏损的同时在另一个市场上盈利，从而用赢利来弥补亏损，实现保值的目的。

（2）交易数量相等。在进行黄金期货套期保值交易时，期货合约上所载

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明的黄金数量必须与现货市场上交易的黄金数量相等。只有这样,才能使一个市场上的盈利与另一个市场上的亏损相等,从而达到完全保值。如果期货市场和现货市场上交易的数量相差较大,必然会使一部分期货头寸或现货头寸暴露在风险中,影响套期保值效果。由于上海期货交易交易所黄金期货标准合约规定的交易单位为1000克/手,所以只能买卖数量为1000克整数倍的期货合约,这可能并不能使现货市场上交易的所有黄金都进行保值。这时,套期保值者应该尽量选择能够和现货市场上黄金数量相当的期货数量进行交易。

(3)交割月份相近。在进行黄金期货套期保值交易时,期货合约的交割月份应该与黄金现货的交割月份相同或尽可能相近。由于期货价格和现货价格存在着趋同性,相近的交割月份能使黄金期货价格和现货价格基本一致,从而达到最佳的套期保值效果。如果两者的交割月份相差较大,套期保值的效果将会大大降低。

4. 黄金期货套期保值的基本做法

根据套期保值者在黄金期货市场上所持有的头寸,可以把套期保值的基本方式分成买入套期保值和卖出套期保值两种。投资者在黄金现货市场上的交易情况是各不相同的,出于对现货价格发生不利变化而导致亏损的考虑,他们便采取不同的套期保值方式去实现保值的目标。

(1)买入套期保值。买入套期保值是指投资者将在未来某个时间从现货市场上买进黄金现货,而预先在期货市场上买入期货合约的保值方式。即首先在黄金期货市场上建立多头头寸。这种套期保值的方式适合于那些将在现货市场上买进现货而又担心现货价格上涨的投资者,又被称为"多头保值"或"买空保值"。

买入套期保值的基本操作方法是:投资者先在黄金期货市场上买入与将要在现货市场上买进的黄金现货数量相等、月份相近的该种现货的期货合约,当以后在现货市场上买进该黄金现货时,在期货市场上卖出与原先买入的期货合约在数量上相等、交割月份上相近的另一份期货合约,通过对冲平仓来完成保值。在这个过程中,如果黄金现货的价格上涨,期货合约的盈利便可弥补后期买进黄金现货成本的增加;如果黄金现货的价格下跌,买进黄金现货成本的下降便可弥补期货合约的亏损。

案例1:一月份一家黄金首饰商得到一批金手镯的订单,需用黄金5000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盎司，此时黄金现货价格为360美元/盎司，规定要在5月份交货。由于制造商在3月份才生产，1月份不必过早买入5000盎司黄金，否则会因此而搁置资本，而且在1月份到3月份之间还要支付仓储费和保险费等费用。如果制造商不在1月份买进黄金，他将面临1月份到3月份金价变高的风险。为了避免3月金价变高提高成本，该首饰商决定保值。于是在1月份以362美元/盎司买入3月份到期的黄金期货合约50手（假设1手100盎司），两个月后，金价果然上涨，现货价格为385美元/盎司，成本增加了25美元/盎司，但是由于做了套保，期货价格也上涨到了386美元/盎司，该首饰商在买入黄金的同时，在期货市场平仓，结果期货市场每手盈利2400美元。经过下表计算发现，该厂最终还是以361美元/盎司的价格买入黄金，只比一月份的金价高了1美元/盎司，基本上避免了价格上涨的影响。结果如表3－1所示。

表3－1　期货与现货市场盈亏

	1月份	3月份	结　　果	收　　支
现货市场	360美元/盎司	以385美元/盎司买入现货黄金5000盎司	现货市场亏损25美元/盎司	支出＝385＊5000＝1925000美元
期货市场	以362美元/盎司买入黄金期货50手	以386美元/盎司的平均价对1月期货合约进行对冲平仓	期货市场对冲盈利24美元/盎司，每手获利2400美元	收入＝2400＊50＝120000美元
实际买入价格＝（1925000－120000）/5000＝361美元/盎司				

（2）卖出套期保值。卖出套期保值是指投资者将在未来某个时间从现货市场上卖出黄金现货，而预先在期货市场上卖出期货合约的保值方式。即首先在黄金期货市场上建立空头头寸。这种套期保值的方式适合于那些将在现货市场上卖出现货而又担心现货价格下跌的投资者，又被称为“空头保值”或“卖空保值”。

卖出套期保值的基本操作方法是：投资者先在黄金期货市场上卖出与将要在现货市场上卖出的黄金现货数量相等、月份相近的该种现货的期货合约，当以后在现货市场上卖出该黄金现货时，在期货市场上买入与原先卖出的期货合约在数量上相等、交割月份上相近的另一份期货合约，通过对冲平仓来完成保值。在这个过程中，如果黄金现货的价格下跌，期货合约的盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利便可弥补后期卖出黄金现货的亏损;如果黄金现货的价格上涨,后期卖出黄金现货的盈利便可弥补期货合约的亏损。

案例2:某金矿产品是一号金锭。2月,现货价格为360美元/盎司,该厂根据国内外形式分析,认为2个月后黄金价格将下跌,为了规避价格下跌的风险,该厂决定保值。于是2月中旬以362美元/盎司期货价格卖出4月份到期的黄金期货合约,两个月后(4月底)黄金价格果然下跌,现货价格为335美元/盎司,该矿山3、4月份生产的1000盎司黄金只能以335美元/盎司左右的价格出售,比2个月前的价格少卖25美元/盎司。但由于做了套保,4月份期货也在下跌,跌至336美元/盎司。该矿卖出现货黄金的同时,在期货市场平仓,结果期货市场每手盈利2600美元。那么经过下表的计算可以得到最终该厂还是以361美元/盎司的价格卖出黄金,并没有受到价格下跌的影响,反而盈利了1美元/盎司。结果如表3-2所示。

表3-2 期货与现货市场盈亏

	2月份	4月份	结　果	收　支
现货市场	360美元/盎司	以335美元/盎司卖出现货黄金1000盎司	现货市场亏损25美元/盎司	收入=335*1000=335000美元
期货市场	以362美元/盎司卖出黄金期货10手	以336美元/盎司的平均价对4月期货合约进行对冲平仓	期货市场对冲盈利26美元/盎司,每手获利2600美元	收入=2600*10=26000美元
实际销售价格=(335000+26000)/(1000)=361美元/盎司				

5. 套期保值受限制的若干因素

(1)期货合约的标准化。由于合约是标准化的,而现实中需要进行套期保值的现货规格、到期时间等和期货往往不一致,从而导致套期保值受到限制,不能获得较好效果。

(2)现价与期价变动不一致。即使需要套期保值的现货与期货合约完全一致,由于它们属于不同的市场,两者价格走势也不可能完全一致,使得套期保值不能获得完美的效果。

期货套期保值难以获得完美的效果这一结论告诉我们:经过套期保值的现货资产仍然存在风险,这一风险我们将之称为基差风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、基差与基差风险

(一)基差的含义

基差是指某一特定商品在某一特定时间和地点的现货价格与该商品在期市中某一特定月份期货合约的价格之差。其值等于现货价格减去期货价格。

基差 = 现价 - 期价

例如,2008 年 8 月 21 日上海黄金交易所黄金现货 Au9999 的价格为 180.94 元/克,而当日上海期货交易所黄金期货合约 Au0812 的价格为 184.37 元/克,两者的基差为 -3.43 元/克。基差可以是正值,也可以是负值。如果现货价格高于期货价格,基差为正数,称为远期贴水或现货升水;如果现货价格低于期货价格,基差为负数,称为远期升水或现货贴水。

需要注意的是,基差包含分割现、期货市场间的"时"与"空"两因素,如图 3-1 所示。

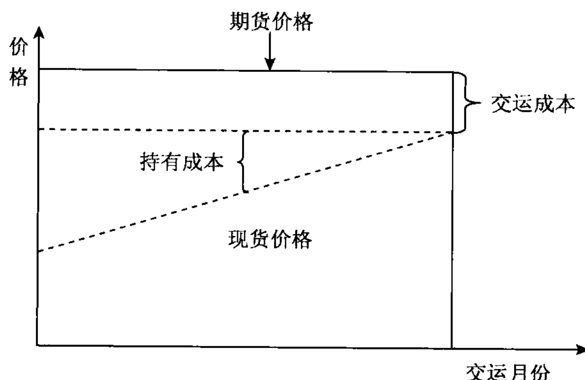


图 3-1 基差与持有成本和交运成本的关系

基差的变化可以反映套期保值的结果。我们定义:

买入基差:买现货,卖期货。

卖出基差:卖现货,买期货。

则套期保值的结果可用卖出基差减去买入基差来表示,套期保值者只要关心基差的变化即可。例如:下例显示,基差变化为零,故套期保值获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完美效果。

表 3－3 利用基差变化表示套期保值的结果

现货市场	期货市场	基差变化
买现货 250	卖期货 252	买入基差(－2)
卖现货 240	买期货 242	卖出基差(－2)
－10	＋10	卖出基差－买入基差＝0

由于期货市场的价格与现货市场的价格之间存在着趋同性，随着期货合约交割月份的临近，期货价格与现货价格将趋于一致，基差也逐步趋向于零。图 3－2 说明了基差如何随时间的变化而变化。

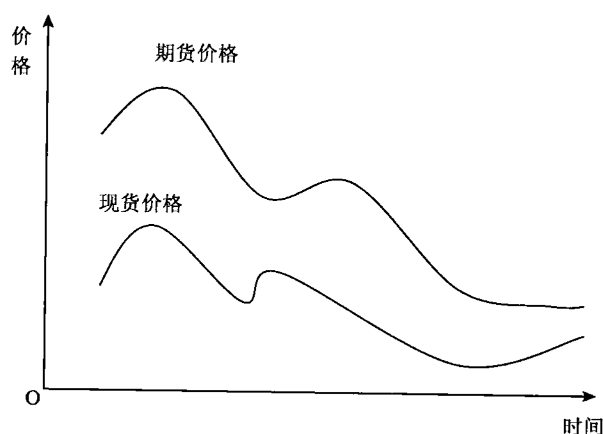


图 3－2 基差的变化

在套期保值的过程中，基差会发生变动：

①在合约标的资产与现货资产一致时，到期日基差趋近于零，到期日之前，可正可负。②当现价上升大于期价上升，称之为基差坚挺；当期价上升大于现价上升，称之为基差变弱。

(二)基差风险

在套期保值情况下，基差可定义为：

基差＝计划进行套保资产的现货价格－所使用合约的期价。

以下我们证明为什么说在套期保值情况下现货资产风险来源于基差风险：

假设：S_1：在 t_1 时刻现货价；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

S_2：在 t_2 时刻现货价；

F_1：在 t_1 时刻期货价；

F_2：在 t_2 时刻期货价；

b_1：在 t_1 时刻基差 $=S_1-F_1$，

b_2：在 t_2 时刻基差 $=S_2-F_2$，

并假设套保者在 t_1 时刻对冲，t_2 时刻平仓。

第一种情况：在 t_2 时刻出售现货资产。

在 t_1 时刻持有期货空头头寸。

则套保资产获得的有效价格：$S_2+F_1-F_2=F_1+b_2$。

第二种情况：在 t_2 时刻购买资产，在 t_1 时刻多头套保。为该资产支付的价格为 S_2，则套保资产所支付的有效价格：$S_2-(F_2-F_1)=F_1+b_2$。

以上证明显示，无论是卖出套期保值还是买入套期保值，其结果均可以利用 F_1+b_2 表示。由于在 t_1 时刻 b_2 具有不确定性，从而征明了套期保值的风险来源于基差变动的不确定性这一结论。

（三）基差与套期保值的效果

期货价格与现货价格将随着交割月份的临近而趋于一致。套期保值者可以用一个市场上的盈利来弥补另一个上的亏损，以达到规避价格风险、为现货保值的目的。但是，由于基差的因素，套期保值交易也存在着一定的风险，基差的变动会影响到套期保值的效果。根据基差变动方向的不同，可以将保值效果分为三种情况，即完全保值、盈利性保值和亏损性保值。

1. 完全保值

完全保值是指期货市场上的盈利或亏损与现货市场上的亏损或盈利正好相等，盈亏相互抵消的保值。在完全保值情况下，现货价格的波动幅度和方向与相应期货价格的波动幅度和方向相同，此时基差保持不变。对于买入套期保值者来说，当期货价格与现货价格同幅度上涨时，期货市场上的盈利正好弥补现货市场上的亏损；当期货价格与现货价格同幅度下跌时，期货市场上的亏损正好由现货市场上的盈利补回，如表 8－2 的案例。对于卖出套期保值者来说，当期货价格与现货价格同幅度上涨时，期货市场上的亏损正好由现货市场上的盈利补回；当期货价格与现货价格同幅度下跌时，期货市场上的亏损正好弥补现货市场上的亏损，如表 8－3 的案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 盈利性保值

盈利性保值是指期货市场上的盈利或亏损与现货市场上的亏损或盈利相互抵扣后，仍获得一定盈利的保值。在这种情况下，现货价格的波动幅度与相应期货价格的波动幅度不同，基差发生变化。对于买入套期保值者来说，当现货价格的上涨幅度小于期货价格的上涨幅度，或者现货价格的下跌幅度大于期货价格的下跌幅度时，基差变小，其保值交易可以获得盈利；对于卖出套期保值者来说，当现货价格的上涨幅度大于期货价格的上涨幅度，或者现货价格的下跌幅度小于期货价格的下跌幅度时，基差变大，其保值交易亦可以获得盈利。

3. 亏损性保值

亏损性保值是指期货市场上的盈利或亏损与现货市场上的亏损或盈利相互抵扣后，出现一定亏损的保值。这种情况下现货价格与期货价格两者的波动幅度亦不同。对于买入套期保值者来说，当现货价格的上涨幅度大于期货价格的上涨幅度，或者现货价格的下跌幅度小于期货价格的下跌幅度时，基差变大，其保值交易会出现一定亏损；对于卖出套期保值者来说，当现货价格的上涨幅度小于期货价格的上涨幅度，或者现货价格的下跌幅度大于期货价格的下跌幅度时，基差变小，其保值交易亦会出现一定亏损。

三、黄金期货套期保值交易的操作策略

在进行黄金期货套期保值交易过程中，投资者不仅需要熟悉各种相关的基础知识，遵循套期保值交易的基本原则，还必须熟练掌握套期保值交易的一些操作策略与技巧。只有这样，投资者才能收到更好的保值效果，达到套期保值的目的。

（一）遵循黄金期货套期保值的基本原则

投资者从事黄金期货套期保值交易，首先必须遵循套期保值交易的基本原则：包括交易方向相反、交易数量相等、交割月份相近三个原则，这是套期保值交易最基本的策略。但是，在现实交易中，由于投资者面临的实际情况各不相同，除交易方向相反这个基本原则外，其余两个原则要结合实际情况灵活操作。另外，套期保值过程中，投资者必须时刻明确规避价格风险、实现现货保值的目的，而不能抱着投机的心态，使风险更加扩大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）分析黄金期货套期保值的成本

黄金期货套期保值交易能够使投资者规避价格风险，但与任何投保方式一样，该交易方式也要付出成本。黄金期货套期保值的成本主要包括三个部分，即交易手续费、交易保证金的利息和机会成本。其中，交易手续费和交易保证金的利息可以精确计算，而机会成本就具有不确定性。机会成本是指为了防止黄金现货价格不利变动产生的损失而付出的现货价格可能有利变动所产生的盈利。黄金期货套期保值之所以能规避风险，就是因为放弃了黄金现货价格可能有利变动所产生的利润。

一般情况下，当黄金市场价格比较稳定时，现货价格波动的风险小于黄金期货套期保值的成本，就不需要进行套期保值。只有当现货价格波动到一定程度，即其风险大于套期保值所需付出的成本时，才有必要进行黄金期货保值交易。

（三）确定黄金期货套期保值的数量

在进行黄金期货套期保值交易过程中，投资者必须考虑建立套期保值头寸的问题。由于投资者在资金、风险承受能力等方面各不相同，他们建立的套期保值头寸便会有很大差别。同时，建立头寸的多少也会影响到投资者的收益。套期保值是一种放弃可能的收益来规避风险的交易。当投资者把全部黄金现货进行套期保值时，其收益可能会减少。

投资者希望对多少黄金现货进行套期保值？是全部进行套期保值来规避全部风险，还是保留一部分现货来获得更高的收益？这是投资者在进行套期保值交易前必须解决的问题。要解决这个问题，投资者就必须准备分析黄金现货价格波动的风险和自己的风险承受能力，从而确定合适的套期保值数量来转移风险。

（四）注重基差的分析

在黄金期货和现货价格变动过程中，基差也在不停地变动。由于基差的变动会影响黄金期货套期保值交易的效果，所以基差对投资者而言是至关重要的。基差可以影响套期保值头寸的建立，通过分析基差，可以决定进行黄金期货套期保值交易的时机。当基差朝有利方向变动时，投资者通过套期保值可以达到较好的保值效果，并还可以获得额外的盈利；当基差朝不利方向变动时，套期保值的效果将受到影响，投资者也将蒙受一定的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、影响企业套期保值决策的因素

从某种意义上来说，对公司而言，是否要进行套期保值其实也是企业财务决策中的一项。根据 MM(Miller and Modigliani)定理，公司的价值与其资本结构无关。即在完全市场条件下，企业无论以负债筹资还是以权益资本筹资都不会影响企业的市场总价值。同样，在完全市场的条件下，无论企业是否进行套期保值，也都不会影响该企业的总价值。然而在现实生活中，在非完全市场的条件下，税收、破产成本、交易费用、委托代理问题、以及股东缺乏多样化投资等因素都会对企业的套期保值决策产生一定的影响，进而对公司价值产生一定的影响。

1. 税收

完全市场下通常都假设没有税收。然而在实际生活中，税收往往是公司进行套期保值的一个重要的激励因素。

案例 3：假设某公司今年将有 1,000 盎司的黄金待出售，开采成本为 $ 300/盎司，当前黄金期货的价格为 $ 400/盎司。再假设到期时，黄金现货的价格可能为 $ 300/盎司或 $ 500/盎司，概率各为 50%。该公司的所得税率为 20%，并有 $ 20,000 的课税扣除额度可用于冲抵所得税。该公司进行套期保值和不进行套期保值两种情况下的预期税前和税后利润情况见表3－4。

表 3－4　税收对套期保值决策的影响示例

	未进行套期保值		进行了套期保值	
黄金现货的出售价格	$ 300	$ 500	$ 300	$ 500
黄金现货出售的总收入	$ 300,000	$ 500,000	$ 300,000	$ 500,000
期货市场上的盈亏状况	0	0	+100,000	-100,000
减：生产成本	-300,000	-300,000	-300,000	-300,000
税前利润	0	$ 200,000	$ 100,000	$ 100,000
应纳税额	0	-40,000	-20,000	-20,000
加：课税扣除额度(如果适用的话)	0	+20,000	+20,000	+20,000
净收入	0	$ 180,000	$ 100,000	$ 100,000
预期税后净收入	$ 90,000		$ 100,000	

可见，无论是否进行套期保值，公司从出售黄金中所获得的收入都是 $ 300,000 或 $ 500,000，其主要取决于出售时黄金现货的价格是 $ 300/盎司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是＄500/盎司。在没有进行套期保值的情况下，该公司期货市场上的盈亏就为0。而在进行了套期保值的情况下，如果到期时黄金现货的价格是＄300/盎司，那么该公司在期货市场上的盈利就为＄100,000；但如果到期时黄金现货的价格是＄500/盎司，那么该公司将在期货市场上将损失＄100,000。在所有可能的情况下，该公司总的生产成本都是＄300,000。因此，没有进行套期保值时，该公司的税前利润要么为0，要么为＄200,000。但如果进行了套期保值，无论黄金现货的价格如何，该公司的税前利润均为＄100,000。

现在来看税收对套期保值决策的影响。由于课税扣除额度只有在该公司当年有应纳所得税额时才可使用。因此，在没有进行套期保值的情况下，若到期时黄金现货的价格为＄300/盎司，则该公司的税前利润为0，应纳税额为0，不能适用该课税扣除，其税后净收入也为0。如果黄金售价为＄500/盎司，则该公司可以全部利用该课税扣除，其税后净收入为＄90,000。可见，如果不进行套期保值，该公司只有一半的机会利用该课税扣除。但是，在进行了套期保值的情况下，无论黄金的售价如何，该公司的税前利润均为＄100,000，应纳税额也均为＄20,000，都可以利用该课税扣除。因此，税后净收入也均为＄100,000。可见，通过套期保值，公司可以确保自己能够有更多的机会利用已有的课税扣除额度，从中获利。同时，是否进行套期保值，使该公司的预期税后净收入之差为＄10,000，恰好等于在未进行套期保值情况下，该公司无法利用已有的课税扣除额度的预期损失（＄20,000×0.50）。

综上可知，套期保值可以提高公司的预期税后净收入，从而提高公司的价值。

2. 破产成本

尽管在案例3中，无论是否进行套期保值，该公司的预期税前净利润都是一样的。但是很显然，套期保值可以大大减小税前利润中所含的风险。

在完全市场的假设下，投资者可以无成本地进行多样化投资，以创建其所希望持有的任何风险头寸。即便某家公司因追随高风险的经营策略而导致破产，其资产也可以迅速地配置到具有同样收益率的其他项目中。即在完全市场条件下没有破产成本。然而在现实生活中，破产或陷入财务困境都有着客观的实际成本。例如，必须支付大量的律师费和会计师费等。该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的资产也无法立刻进行重新有效的配置。因此，一个有效的有助于降低风险的策略，例如套期保值，往往可以帮助公司避免此类破产成本，从而提高公司的价值。

3. 交易费用

如果期货价格等于预期的未来现货价格，则进行期货交易的预期利润就为0，进行套期保值的预期成本也就大致等于进行套期保值的相关交易费用。对于持续进行套期保值的公司来说，根据大数法则，该公司在期货市场上的头寸必然是有些赔了有些赚了，最终的损失大致等于相关的交易费用。因此，交易费用的存在，是许多公司进行套期保值决策时考虑的一个重要因素，在一定程度上也限制了某些公司进行套期保值的交易。

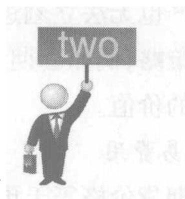
4. 委托－代理问题

在完全市场下，公司经理作为股东的纯粹代理人，为了股东的利益兢兢业业地进行有关的经营活动，就仿佛股东自己在亲自经营一样。然而在现实世界中，经理和股东之间往往有着相互冲突的利益关系，这就导致了委托人（股东）和代理人（经理）之间的一些矛盾和问题。同样，在是否进行套期保值的决策上，由于经理全职为该公司工作，其财富的很大一部分都与这家公司紧密地联系在一起，而股东极有可能持有多家公司的资产组合，这家公司也许仅仅是其资产组合中的一小部分，因此经理就可能比股东更希望降低公司的经营风险，更愿意进行套期保值，而股东反而会更倾向于节省套期保值的交易费用。

5. 所有者多样化投资的缺乏

在非完全市场的条件下，由于投资成本的存在，很多小股东都无法进行完全多样化的投资，而是将自身财富的相当一部分都投入到某家公司中。因此，他们通常都是高度风险厌恶型的，往往愿意采用套期保值这类有利于降低风险的交易策略。可见，这种所有者多样化投资的缺乏，正是许多公司愿意进行套期保值的一个重要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节　黄金期货的投机

黄金期货市场最基本的经济功能是转移价格风险，而投机者正是承担这些风险的人。投机交易具有很大风险，投机者要想在取得收益的同时控制好风险，就必须熟悉黄金期货投机的基本知识，熟练掌握黄金期货投机交易的操作策略。

一、投机的概念

投机（Speculation）是指投资者对某种商品市场价格的未来变化趋势进行预测，利用价格的有利变动来获取高额利润的交易行为。投机交易有收益也有风险。在黄金期货市场上，投机者根据对黄金期货价格未来走势的分析，作为买卖合约的决定。当分析的结果与市场价格走势相同时，投机者平仓后将获取投机利润；当分析的结果与市场价格走势相反时，投资者平仓后将承担投机损失。

投机交易和套期保值交易都是黄金期货的基本交易手段，但两者之间存在着很大的差别。

1. 两者交易的目的不同

套期保值交易是通过期货市场和现货市场相反的交易，使两市场的赢利或亏损相互抵补，其目的是规避价格风险，为现货保值。而投机交易的目的是获取买卖价差的收益。它只在期货市场上买卖合约，通过低买高卖的方式来获取利润。但也可能会放大风险，出现亏损。

2. 两者交割的方式不同

投机者进行投机交易是为了获取价差收益，而本身对期货合约中的商品没有需求。因此，投机者一般只是平仓了结所持有的期货合约，而不进行实物交割。而套期保值交易则是为了现货保值，其交易过程一般包含实物交割。但是，投资者必须注意，我国黄金期货市场的自然人客户不能进行实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物交割,若进入交割月将被强制平仓。

3. 两者对待风险的态度不同

投机交易是一种根据价格波动进行交易的行为,投机者主动承担风险。相反,套期保值交易是一种规避价格风险的行为。套期保值者之所以能把价格风险转移出去,正是由于投机者的存在。

二、黄金期货投机的基本原理与特征

黄金期货投机的基本原理与一般商品贸易的投机交易并没有什么差别。从本质上说,两者都是通过低买高卖的方式,从买卖价差中获取利润。但是,与其它商品贸易投机相比,黄金期货投机在具体操作上又有所不同,其主要特征包括以下三点。

1. 以对市场价格的预测为交易依据

黄金期货投机交易是利用价格波动来获取价差收益,投机者根据自己所掌握的市场信息对市场价格进行预测,充分利用市场价格的波动在期货市场上买卖合约。如果预测准确,投机者将获利;否则,投资者将亏损。

2. 买空卖空交易

与商品贸易投机进行实物交割不同,黄金期货投机者对期货合约中所包含的现货并不关心,他们只关心通过买卖合约所能获得的收益。因此,投机者一般都不进行实物交割,而在期货合约到期前通过反向操作来平仓。

3. 保证金交易

商品贸易投机一般都实行全额交易,而黄金期货投机实行保证金交易。上海期货交易所规定黄金期货的最低交易保证金是合约价值的7%,并且还可以根据黄金价格波动风险状况和持仓量调整保证金的比例。

黄金期货投机的一般方法是:投机者根据自己所掌握的市场信息对黄金市场价格的未来走势进行分析和预测,当预测后市价格将上涨时,先用较低的价格买入期货合约,待价格上升到一定价位后再卖出合约平仓;或者当预测后市价格将下跌时,先用较高的价格卖出期货合约,待价格下跌到一定价位后再买入合约平仓。黄金期货投机交易的关键在于对市场价格未来走势的分析和预测,预测的准确与否将影响到投机者的盈亏情况。但是,由于黄金市场价格受多种因素影响,特别是一些突发性偶然因素,所以要做到准确预测价格走势是非常困难的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、黄金期货投机的作用

投机交易，在期货市场上有增加市场流动性和承担套期保值者转移风险的作用，有利于期货交易的顺利进行和期货市场的正常运转。它是期货市场套期保值功能和发现价格功能得以发挥的重要条件之一。主要表现在：

1. 投机者承担了套期保值者转移的价格风险

期货市场的套期保值交易能够为生产经营者规避风险，但它只是转移了风险，并不能把风险消灭。转移出去的风险需要有相应的承担者，期货投机者在期货市场上正起着承担风险的作用。期货交易运作的实践证明：一个市场中只有套期保值交易根本无法达到转移风险的目的。如果只有套期保值者参与期货交易，那么，必须在买入套期保值者和卖出套期保值者交易数量完全相等时，交易才能成立。实际上，多头保值者和空头保值者的不平衡是经常的，因此，仅有套期保值者的市场，套期保值是很难实现的。投机者的参加正好能弥补这种不平衡，促使期货交易的实现。在利益动机的驱使下，投机者根据自己对价格的判断，不断在期货市场上买卖期货合约，以期在价格波动中获利。在这一过程中，投机者必须承担很大的风险，一旦市场价格与投机者预测的方向相反时，就会造成亏损。如果期货市场上没有投机者或没有足够的投机者参与期货市场，套期保值者就没有交易对手，风险也就无从转嫁，期货市场套期保值回避风险的功能也就难以发挥。

2. 投机交易促进市场流动性

发现价格功能是在市场流动性较强的条件下实现的。一般来说，期货市场流动性的强弱取决于投机成分的多少。如果只有套期保值者，即使集中了大量的供求信息，也难以找到交易对手，少量的成交就可能对价格产生巨大的影响。在交易不活跃市场形成的价格，很可能是扭曲的。投机者的介入，为套期保值者提供了更多的交易机会，众多的投机者通过对价格的预测，有人看涨，有人看跌，积极进行买空卖空活动。这就增加了参与交易人数，扩大了市场规模和深度，使得套期保值者较容易找到交易对手，自由地进出市场，从而使市场具有充分的流动性。要使风险高效转移，就必须有一大群人乐意买卖合约。当套期保值者想通过销售期货合约来巩固他的商业地位时，他不能支付长期四处寻找买主的费用，他需要很快完成交易。期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所汇集了大量投机者而让快速交易成为可能。期货投机者为了使自己的投机活动获利，就必须不断地运用各种手段，通过各种渠道，收集、传递、整理所有可能影响商品价格变动的信息资料，并将自己对未来价格的预期通过交易行为反映在期货价格之中。同时，投机者在市场中的快进快出，使得投机者能够及时修正自己对价格的判断，进一步影响期货价格的形成。因此，在流动性较好的市场中，由于适度的投机交易的存在，期货价格的连续性才得到保证，才能相对准确、真实地反映出商品的远期价格。

3. 适度的期货投机能够缓减价格波动

投机者进行期货交易，总是力图通过对未来价格的正确判断和预测来赚取差价利润。当期货市场供过于求时．市场价格低于均衡价格，投机者低价买进合约，从而增加了需求，使期货价格上涨，供求重新趋于平衡；当期货市场供不应求时，市场价格则高于均衡价格，投机者会高价卖出合约，增加了供给，使期货价格下跌，供求重新趋于平衡。可见，期货投机对缩小价格波动幅度发挥了很大的作用。

另外，期货市场的投机者不仅利用价格短期波动进行投机，而且还利用同一种商品或同类商品在不同时间、不同交易所之间的差价变动来进行套利交易。这种投机，使不同品种之间和不同市场之间的价格，形成一个较为合理的结构。但投机交易减缓价格波动作用的实现是有前提的：一是投机者需要理性化操作，违背市场规律进行操作的投机者最终会被淘汰出期货市场；二是投机要适度，操纵市场等过度投机行为不仅不能减缓价格的波动，而且会人为地拉大供求缺口，破坏供求关系，加剧价格波动，加大市场风险，使市场丧失其正常功能。因此，应提倡理性交易，遏制过度投机，打击操纵市场行为。

当然，“物极必反”，过度投机反过来会影响甚至破坏商品期货的供求关系和市场运作，美国亨特兄弟操纵白银期货价格就是著名的例子。但错不在投机，而在“过度”，这是一个事物的矛盾的两个方面。市场的无形之手及监管制度自然会给市场操纵者以应有的惩罚。但是，黄金期货投机也存在着消极的一面，投机者的过度投机会导致期货合约的市场价格长期偏离其真实的内在价值。此时黄金期货市场的价格发现功能和风险规避功能不但不能正常发挥，反而还会放大市场的价格风险。在国际期货市场发展的历史上，曾多次发生过度投机的时间。如 1980 年在 COMEX 发生的由亨特家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

族公司引起的"白银危机"；1995 年在 SIMEX 发生的由巴林公司引起的"日经指数事件"等，都造成了巨大的危害。因此，投机者必须采取有效措施，防止过度投机事件的发生。

四、黄金期货投机的基本策略

（一）根据交易部位的不同划分

1. 多头投机

黄金期货多头投机是指投机者预测黄金期货价格将上涨，于是买入期货合约，待价格上升后再卖出合约平仓的交易方式。

假定 2008 年 7 月 1 日上海期货交易所黄金期货 Au0812 合约的价格为 180 元/克，若某投机者预测该期货合约价格在未来一周将上涨，于是以该价格买入 10 手 Au0812 合约，为方便计算我们假定此次投机交易的成本为 1000 元。根据未来一周的价格走势，投机者的交易可能会面临以下三种情况：

1. 如果投机者预测准确，一周后 Au0812 合约的价格上涨到 190 元/克，此时该投机者平仓将获利 99000 元，即(190—180) × 10 × 1000 – 1000 = 99000 元。

2. 如果投机者预测失误，一周后 Au0812 合约的价格下跌到 170 元/克，此时该投机者平仓将亏损 99000 元，即(170—180) × 10 × 1000 – 1000 = – 99000 元。

3. 如果一周后 Au0812 合约的价格保持不变，此时该投机者平仓将亏损 1000 元交易成本，即(180—180) × 10 × 1000 – 1000 = – 1000 元。

在黄金期货多头投机过程中，投机者首先建立多头投机头寸，随后再卖出合约进行平仓，其交易盈亏完全取决于黄金期货合约价格的变动方向和幅度。如果黄金期货合约的价格上涨，投机者将获利，且获利的多少与价格上涨的幅度成正比；如果黄金期货合约的价格下跌，投机者将亏损，且亏损的多少亦与价格下跌的幅度成正比；如果黄金期货合约的价格保持不变，投机者的亏损额即为交易成本。

2. 空头投机

黄金期货空头投机是指投机者预测黄金期货价格将下跌，于是卖出期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货合约，待价格下跌后再买入合约平仓的交易方式。

假定2008年7月1日上海期货交易所黄金期货Au0812合约的价格为180元/克，若某投机者预测该期货合约价格在未来一周将下跌，于是以该价格卖出10手Au0812合约，为方便计算我们假定此次投机交易的成本为1000元。根据未来一周的价格走势，投机者的交易亦可能会面临以下三种情况：

1. 如果投机者预测准确，一周后Au0812合约的价格下跌到170元，此时该投机者平仓将获利99000元，即(180—170)×10×1000－1000＝99000元。

2. 如果投机者预测失误，一周后Au0812合约的价格上涨到190元/克，此时该投机者平仓将亏损99000元，即(180—190)×10×1000－1000＝－99000元。

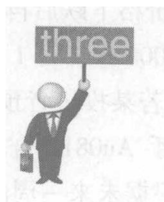
3. 如果一周后Au0812合约的价格保持不变，此时该投机者平仓将亏损1000元交易成本，即(180—180)×10×1000－1000＝－1000元。

与多头投机相反，黄金期货空头投机交易首先建立空头头寸，随后再买入合约进行平仓。如果黄金期货合约的价格下跌，投机者将获利；如果黄金期货合约的价格上涨，投机者将亏损；如果黄金期货合约的价格保持不变，与多头投机一样，投机者将亏损交易成本。

（二）根据投机交易持仓时间划分

按投机者每笔交易的持仓时间，可分为一般交易者、当日交易者、“抢帽子”交易者。一般交易者，又称部位交易者，这一类投机者在买进或卖出期货合约后，通常持仓数日或数周、数月以上，待价格变化有利时，再将合约平仓，这是大部分投机者通常采用的办法。当日交易者是指持仓时间为一天，即当天买进并卖出的交易者。他们只关心当日行情的变化，随时将期货合约平仓。一般是在对商品价格趋势摸不太清时采用的方法。所谓“抢帽子”交易者又称逐小利者，即利用价格频繁波动赚取微利的投机者。和当日交易者一样，这类交易者很少将手中的合约保留到第二天。在变化莫测的期货市场中，任何想从事当日交易的人都应小心谨慎。当日交易要求有充足的时间且精神高度集中，一心两用几乎必然导致失败。另外，当日交易代价会较大，短线交易交纳的手续费会很高。但是，尽管存在较大的开支和风险，越来越多的交易商却愿意从事当日交易而不是长线交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三节 黄金期货的套利

套利交易是黄金期货市场三大交易方式之一，具有收益稳定、风险较小的特点。对于投资者来说，套利交易是一种比较理想的投资工具，可以为其提供更多对冲和盈利的机会。一个套利者要想有效实施套利交易，熟悉黄金期货套利的基本知识，熟练掌握黄金期货套利的操作策略，都是十分重要的。

一、套利的概念

套利（Arbitrage）是利用期货与现货合约之间、同种期货合约在不同交割月份和市场之间、以及不同期货合约之间的价格差异来获取利润的交易行为。由于市场供求之间会存在暂时的不平衡现象，各种合约之间就出现了短暂的价格差异。在进行套利交易的过程中，套利者关心的是各种合约之间的相互价格关系，而不是绝对的价格水平。他们同时买入相对被低估的合约和卖出相对被高估的合约，通过两者之间价格差异的变动来获取利润。

（一）套利与套期保值的区别

套利交易与套期保值交易都是建立两个方向相反、数量相等的交易头寸，具有相似之处。但是，两者之间也存在着本质的区别，主要表现在以下三点：

1. *两者交易的目的不同*

套期保值交易是通过期货市场和现货市场相反的交易，使两市场的赢利或亏损相互抵补，其目的是规避价格风险，为现货保值。而套利交易是基于各种合约之间的价格差异，其目的是获取利润。虽然具有收益稳定、风险较小的特点，但由于市场价格走势的不确定性和交易成本的存在，套利交易也存在着一定的风险，而非一种无风险投资。

2. *两者交易的范围不同*

套期保值交易的范围只局限于期货市场和现货市场，是对同一种商品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的期货和现货建立相反的头寸。而套利交易的范围则要广的多，除了期货市场和现货市场上的交易，套利交易还包括同一期货合约在不同交割月份、不同市场之间的套利和不同商品期货合约之间的套利

3. 两者交易的基本原理不同

套期保值交易基于的基本原理是期货市场的价格和现货市场的价格存在着趋同性。随着期货合约交割期限的临近，期货的价格将等于或非常接近于现货的价格。而套利交易基于的基本原理是各种合约之间存在的价格偏离。如期现套利交易利用的正是期货与现货价格的不一致。

(二)套利与投机的区别

套利交易与投机交易都是利用价格差异来获取利润，他们的目的都是为了收益。从广义概念上讲，套利交易也是投机交易的一种。但是，这两者之间还是存在着很大的区别，主要表现在以下几点：

1. 两者面临的风险程度不同

投机交易要求对市场价格的走势进行预测，预测准确与否直接关系到投机者的盈亏状况。由于市场价格的复杂多变，投机交易存在着很大的风险，一旦预测失误，投机者将遭受惨痛的损失。而套利交易是利用市场既定存在的价格差异进行交易，因此收益稳定，风险也较小。

2. 两者建立的头寸不同

投机交易根据对市场价格走势的预测买入或卖出期货合约，只需建立一个交易头寸。而套利交易必须同时建立两个相反的交易头寸，通过两个交易头寸的价格变化来获取利润。

3. 两者交易的市场不同

投机交易只涉及一个市场，是对期货合约价格进行投机的交易方式。投机者只在期货市场上买卖期货合约，通过买卖价差获利。而套利交易必须同时在两个市场上进行，套利者通过在两个市场上的一买一卖来获取利润。

4. 两者交易的基本原理不同

投机交易是通过低买高卖的方式，从买卖价差中获取利润，靠的是期货合约价格水平的绝对变动。而套利交易买入相对被低估的合约，卖出相对被高估的合约，靠的是合约价格水平的相对变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、黄金期货套利的作用

1. 纠正扭曲的市场价格

受市场供求关系的影响，市场价格往往会发生偏离，一些品种会被低估或被高估。此时，市场存在着明显的套利机会，套利收益会吸引套利者进入市场买卖合约。这种行为改变了合约的供求关系，使合约价格发生变化并回归到正常的水平。在我国黄金市场上，当期货价格和现货价格出现偏离时，如果两者之间的价差收益大于交易成本，套利者便会迅速进入市场。套利者的交易行为使黄金市场上的供求发生变化，使得被扭曲的市场价格及时地回到正常的水平。黄金期货套利交易有利于期货市场价格发现功能的有效发挥，能使套期保值交易更加顺利的进行。

2. 提高市场流动性

黄金期货套利具有收益稳定、风险较小的特点，吸引了更多的投资者参与交易。在交易的过程中，套利者首先建立两个相反的交易头寸，待合约价差缩小时分别进行对冲平仓。这个过程包含了四次交易，增加了市场的成交量，使黄金市场变得更加活跃。同时，市场流动性的提高为广大投资者提供了更多的对冲机会，也使黄金期货市场能够更加有效地运行。

3. 防止过度投机

在黄金期货市场上，投机者为获取更多的利益，会凭借自己雄厚的实力操纵市场价格的变化，企图控制市场价格的走势。当投机者的过度投机行为导致期货合约价格偏离于其正常的价格水平时，如果市场上存在着大量的套利者，他们的套利行为会抑制过度投机者的企图。套利者通过买卖合约来拉平不同合约之间的价格差异，使黄金期货合约的价格趋于正常水平，以减小市场波动的风险。

三、黄金期货套利的基本策略

根据套利所利用的价差关系的不同，可以把黄金期货套利的基本方式分为期现套利、跨期套利、跨市套利和跨商品套利四种。在我国黄金期货市场，期现套利和跨期套利是较为常见的套利方式，实施起来也较为方便。而由于国内市场的种种限制，跨市套利和跨商品套利并不常见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）期现套利

期现套利是指利用黄金期货与现货之间的价格差异来获取利润的交易方式。黄金期货与现货价格之间存在着密切的相关关系，当黄金期货与现货价格出现失衡的现象时，且偏离程度超过交易成本，就会产生套利机会。此时，套利者可以同时买入相对被低估的合约和卖出相对被高估的合约，待两者价格的偏离程度缩小时，再进行反向交易对冲平仓原先持有的合约，从中获取利润。

2008 年 1 月 9 日，证监会在上海期货交易所推出黄金期货合约交易，使黄金期现套利成为可能。它具有两种操作方法，即正向套利和反向套利。正向套利是指在黄金期货的实际价格高于其理论价格情况下进行的套利交易。在正向套利中，黄金期货价格出现升水，即基差的绝对值大于持仓成本，可以采取在现货市场上购买商品和在期货市场近期合约建立相应数量的空头头寸来进行套利。当黄金现货价格出现升水，即基差的绝对值小于持仓成本，投资者便可采取注销期货仓单，靠在现货市场上出售的方式来盈利。

反向套利是指在黄金期货的实际价格高于其理论价格情况下进行的套利交易。在反向套利中，黄金现货价格高于期货价格，基差为正。如果投资者拥有仓单，可以注销仓单在现货市场售卖，并在期货市场远月合约做多来赚取期现价差的无风险收益。但由于现货市场上做空机制的缺乏，期货市场上仓单数量的不足都限制了这种套利策略的实施。

以正向套利为例，在正向市场情况下，期货价格大于现货价格，投资者通过注册仓单并在期货市场进行交割来获取无风险利润，即期现套利利润＝期货建仓价 - 仓单成本价。现在 AU0912 合约上进行期现套利，假设 AU0912 合约的买入价格为 210 元/克，交易保证金为合约价值的 10%，投资者持有仓单到期的时间为 3 个月。

仓单成本价 = 采购价 + 交易成本（交易手续费 + 交割手续费 + 运输成本 + 入库费用 + 仓储费 + 检验费 + 资金占用利息 + 增值税）

交易手续费 = 80 元/千克；

交割手续费 = 60 元/千克；

入库费用 = 2 元/千克；

仓储费用 = 1.8 ×30（天）×3（月）= 162 元/千克；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入库调运费 = 40 元/千克；

资金占用利息 = 6.57%/12 × 3 × 210000 × 10% = 344.93 元/千克（半年期贷款年利率为 6.57%）；

检验费 = 0；

上海期货交易所规定一张仓单的标准重量是 3 千克，因此注册一张仓单的交易成本：扣除运输费、采购成本和增值税后的交易成本：

(80 + 60 + 2 + 162 + 40 + 344.93) × 3 = 2066.79 元；

因此，当 AU0812 合约的价格与现货采购价格之差大于 1797.45/3000 = 0.69 元/克时，就存在期现套利机会。

（二）跨期套利

跨期套利是指利用黄金期货合约不同交割月份之间的价格差异来获取利润的交易方式。当上海期货交易所中的黄金期货合约之间存在价格差异，且价差收益超过交易成本时，套利者可以买入或卖出某一交割月份的黄金期货合约，同时卖出或买入另一交割月份的黄金期货合约，然后在有利的时机同时将两种合约平仓，从中获取利润。

根据对近期合约的买卖与否，跨期套利可以分为牛市套利、熊市套利和蝶式套利。牛市套利是指同时买入近期黄金期货合约和卖出远期黄金期货合约的交易方式。与牛市套利相反，熊市套利是指同时买入远期黄金合约和卖出近期黄金期货合约的交易方式。而蝶式套利则是建立在牛市套利和熊市套利的基础上，将两种套利结合起来的交易方式。具体来说，碟式套利中包含三个不同交割月份的黄金期货合约，以中间交割月份的合约作为牛市套利和熊市套利的结合点。如果前两个交割月份的合约构成一组牛市套利交易，则后两个交割月份的合约就构成一组熊市套利交易。

这里我们以牛市套利为例具体介绍黄金期货跨期套利的盈亏过程。假定 2008 年 4 月 28 日上海期货交易所黄金期货 Au0808 合约和黄金期货 Au0812 合约的价格分别为 192.61 元/克和 195.32 元/克，而我国黄金期货市场在 5 月份处于阶段性牛市，近期黄金期货合约价格的涨幅将高于远期黄金期货合约价格的涨幅。当日，某投资者以该价格买入 10 手 Au0808 合约和卖出 10 手 Au0812 合约。到 2008 年 5 月 20 日，Au0808 合约和 Au0812 合约的价格分别涨到 206.72 元/克和 207.21 元/克。此时投资者了结合约，买入 10 手 Au0812 合约和卖出 10 手 Au0808 合约进行平仓。整个套利过程的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈亏如下：

（1）该投资者买卖黄金期货 Au0808 合约盈利 141100 元，即$(206.72-192.61)\times1000\times10=141100$ 元。

（2）该投资者买卖黄金期货 Au0812 合约亏损 118900 元，即$(195.32-207.21)\times1000\times10=118900$ 元。

（3）上海期货交易所黄金期货合约交易的手续费为合约价值的 0.2‰，此次套利交易的手续费为 1603.72 元，即$(192.61+206.72+195.32+207.21)\times1000\times10\times0.2‰=1603.72$ 元。

（4）此次套利交易该投资者可以赢利 20596.28 元，即 $141100-118900-1603.72=20596.28$ 元。

（三）跨市套利

跨市套利是指利用同种黄金期货合约在不同市场之间的价格差异来获取利润的交易方式。由于地区之间的差别，在不同交易所上市交易的同种黄金期货合约会存在一定的价格差异。随着时间的变化，该种期货合约价格的波动幅度和变化方向也不尽相同。当两种合约的价差超过交易成本时，两个市场之间便存在套利机会。跨市套利的具体操作方法为：套利者在一个交易所建立一种合约的多头或空头头寸，同时在另一个交易所建立同种合约的空头或多头头寸，然后在有利的时机同时将两种合约平仓，从中获取利润。

在国内，黄金期货合约只能在上海期货交易所上市交易。投资者要想进行黄金期货合约的跨市套利，必须借助于国外的黄金期货市场。然而，现阶段我国资本项目并未完全开放，用于外盘交易的资金还不能自由出境，投资者只能通过具有境外投资资格的机构才能参与国外黄金期货市场的交易，这使得投资者很难进行黄金期货的跨市套利。另外，国内外黄金期货合约的报价单位不同，买卖国外黄金期货合约还必须承担汇率风险。一旦投资者不能有效规避汇率风险，套利交易将面临失败。

例如，上海黄金交易所是国内的黄金现货交易所。交易所提供现货实盘交易，其交割品种之一为标准重量 3 千克、成色不低于 99.95% 的金锭，可以注册成为上海期货交易所的标准仓单。当上海期货交易所的期货合约价格与上海黄金交易所的现货黄金价格之差大于交易成本时就存在跨市场套利机会。假定在上海期货交易所 AU0912 合约上进行跨市场套利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易成本 = 从上海黄金交易所提取现货的费用 + 在上海期货交易所注册仓单并交割的费用

从黄金交易所提取现货的费用：

交易手续费 = 6/10000 × 200 × 1000 = 120 元/千克；

金锭运保费 = 90 元/千克；

出库费 = 2 元/千克；

资金占用利息 = 6.57% × 210000 = 13797 元/千克；

合计 = 120 + 90 + 2 + 13797 = 14009 元/千克 = 14.01 元/克；

在上海期货交易所注册同等数量的仓单并交割的费用（假定持有 6 个月）：

交易手续费 = 80 元/千克；

交割手续费 = 60 元/千克；

入库费用 = 2 元/千克；

仓储费用 = 1.8 × 30（天）× 6（月）= 324 元/千克；

入库调运费 = 40 元/千克；

资金占用利息 = 6.57%/12 × 6 × 210000 × 10% = 689.85 元/千克；

合计 = 60 + 2 + 324 + 40 + 689.85 = 1115.85 元/千克 = 1.12 元/克；

总交易成本 = 14.01 + 1.12 = 15.13 元/克。

目前，AU0912 与上海黄金交易所沪金 9995 的价差为 211.8 − 199.19 = 12.61 元/克，小于交易成本 15.13 元/克，即从黄金交易所提现货 3 千克并在上海期货交易所 AU0912 合约上交割，在使用贷款资金的情况下，将亏损 3000 ×（15.13 − 12.61）= 7560 元。因此，当前在上海黄金交易所提现货并且计算资金占用利息的情况下不存在跨市场套利机会。

（四）跨商品套利

跨商品套利是指利用黄金期货合约和其它商品合约之间的价格差异来获取利润的交易方式。进行跨商品套利的商品在价格变化上必须具有很强的关联性。但由于不同商品对市场变化的敏感度不同，其价格波动的幅度也就各不相同，价差的变化使各商品之间的套利成为可能。跨商品套利的具体操作方法为：套利者买入或卖出黄金期货某一交割月份的合约，同时卖出或买入另一相关性商品相同交割月份的合约，然后在有利的时机同时将两种合约平仓，从中获取利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国国内有三个商品期货交易所，即上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所，但其上市交易的品种与黄金期货之间的价格关联性都不大。在国际市场上，一般公认黄金期货与原油期货之间具有很强的价格关联性。由于国际上主要的黄金期货和原油期货都是以美元来标价，且原油价格的变化也反映了美元汇率的变化及通货膨胀率的变化，黄金期货和原油期货的价格间接相互影响，所以可以进行跨商品套利。但是，我国国内市场上没有原油期货品种，若买卖国际原油期货合约又将遇到资金出入境和汇率方面的问题，因而跨商品套利在国内黄金期货市场上并不常见。

四、我国黄金期货套利交易的技巧

黄金期货套利交易虽然具有收益稳定、风险较小的特点，但任何投资都是有风险的。由于资本市场的不确定性，黄金期货套利也存在着价格、资金管理、流动性等方面的风险。因此，了解并掌握一些黄金期货交易的操作策略将有助于投资者更好地进行套利交易。

1. 同时对合约进行平仓

套利交易的基本操作方法是套利者同时买入和卖出一组合约，待市场价格有利变动时同时将合约平仓。通常情况下，在建立一笔套利交易时，套利者会同时买入和卖出合约。但当其准备平仓了结合约时，许多套利者往往会买卖不一致，为了能够获取更高的收益，他们会将其中一个合约持有更长时间。例如，某个投资者建立了一笔黄金期货跨期套利交易。在市场价格下跌到一定程度时，本该同时平仓了结合约，但此时投资者只将先前卖空的期货合约平仓，却抱着观望的态度继续持有先前买空的期货合约，希望该合约能上涨而获取更高的收益。这实质上把一笔套利交易转化为两笔投机交易。一旦该合约的价格继续下跌，投资者将遭受亏损，原先卖空所得的收益将会减少，严重的话收益将由盈变亏。在这种情况下，套利交易风险较小的优点不但不能发挥，反而使风险更加放大。

另外，我国黄金期货市场不允许个人投资者进行实物交割。个人投资者在进行套利交易时要充分考虑这个情况，在进入交割月前将合约平仓，以免造成不必要的损失。

2. 选择流动性高的合约进行套利

流动性高的合约具有较大的市场成交量，参与的投资者也多。而流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性低的合约参与的投资者较少，市场成交清淡，投资者在做套利交易时将面临更大的流动性风险。例如，某个投资者发现两个黄金期货合约之间有一定的价格差异，存在套利机会。于是该投资者就向经纪人发出了买卖合约的指令，若两种合约的市场流动性很低，买卖指令无法成交，待合约价格出现变化时，投资者将失去套利机会。因此，选择流动性高的合约不仅能使套利交易顺利进行，还能使投资者及时把握住套利机会，获得更高的收益。

3. 避免对即将到期的黄金期货合约进行套利交易

尽量避免即将到期的期货合约交易是进行期货交易的基本原则之一。这个原则同样适用于黄金期货套利交易。随着黄金期货合约交割月份的临近，合约成交的活跃度将下降。此时，若投资者想平仓了结套利交易的合约而让经纪人发出买卖指令，但由于市场成交量小，该指令无法成交，那么投资者将承担很大的风险，甚至会遭受惨痛的损失。另外，投资者对即将到期的黄金期货合约进行套利交易，若不能及时实现对冲平仓，将会收到交割通知，这会给投资者带来一系列的交割麻烦。

4. 时刻关注保证金情况，避免被强行平仓

我国黄金期货市场实行保证金交易制度和当日无负债结算制度。期货经纪公司会根据交易所提供的结算结果每天计算投资者的盈亏、各项费用及交易的保证金。当黄金期货价格的波动方向与持仓相反或临近交割月份保证金比率提高时，投资者的保证金可能会出现不足。此时投资者必须追加保证金以维持期货持仓。如果投资者保证金出现不足而又未能及时追加，其所持合约将被强制平仓。因此，投资者要时刻关注帐户中保证金的情况，及时追加，避免因合约被强制平仓而使套利交易失败的情况。

第四节　黄金期货组合投资策略



组合投资理论最早是由美国著名经济学家哈理·马科维兹(Harry Markowitz)于1952年提出的。一个理性的投资者往往会根据不同的收益和风险状况，把一定数量的资金按合适的比例分散投资于不同的资产上，以实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现投资者效用最大化的目标。

一、两种经典的组合投资理论

组合投资理论始于20世纪50年代，主要研究资产的选择、资金分配、投资组合的收益－风险关系以及影响这种关系的各种因素。经过几十年的探索和研究，组合投资理论日趋成熟，已成为现代金融投资和理财的重要理论工具。本节中我们简要介绍两种经典的组合投资理论，即马科维兹的资产组合理论和资本资产定价模型。

（一）马科维兹的资产组合理论

马科维兹在1952年发表的论文《资产组合的选择》和1959年出版的书《投资组合选择：有效率分散投资的策略》中详细阐述了资产组合理论的基本假设、理论原则和基本模型。马科维兹以资产收益率的均值和方差作为资产组合选择的依据，提出了均值－方差资产组合选择的基本方法。即持有常值方差的资产组合，使期望收益率最大化；或者持有常值期望收益率的资产组合，使方差最小化。投资者可以根据自己的风险偏好，在有效边界上选择其最优的资产组合。

1. 基本假设

（1）投资者是理性的，他们期望获得最大收益，但不喜欢风险，是风险厌恶者。

（2）不考虑交易费用、个人所得税等因素的影响，市场是无摩擦的。

（3）利用资产的期望收益率来衡量投资者的效用大小，利用方差（或标准差）来衡量资产的风险大小。

（4）投资者建立资产组合的依据是：在既定的收益水平下，使风险最小；或者在既定的风险水平下，使收益最大。

（5）收益与风险相伴而生，高收益往往伴随着高风险。

2. 资产组合选择的一般原则

马科维兹的资产组合理论是针对收益和风险这一矛盾而提出的。根据基本假设（4），投资者按照既定收益下风险最小或既定风险下收益最大的原则构建资产组合。在这种情况下，对于任意给定的期望收益率水平 $E(r_p)$，可以得到方差最小的资产组合，即有效资产组合（Efficient Set）。每一个有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效资产组合的期望收益率和风险组合在均值－方差平面上对应着一个点，将所有这些点连接而成的轨迹即为资产组合的有效边界(Efficient Frontier)。如图3－3中的曲线BAC。

有效边界上的任何一点，都表示不同资产按照某种特定投资权重所构成的组合。在有效边界上，投资者可以根据自己的风险承受能力，选择最优的资产组合。在图3－2中，曲线BAC是资产组合的有效边界，I_1，I_2，I_3，I_4是无差异曲线。根据无差异曲线的性质，我们可以知道该曲线代表的投资者效用的大小为$I_4 > I_3 > I_2 > I_1$。其中，无差异曲线I_1和I_2分别与有效边界BAC相交于点E和点D，而无差异曲线I_3与有效边界BAC相切于点A。由于$I_4 > I_3 > I_2 > I_1$，A点的效用高于E点和D点，所以A点是资产组合的最优组合点。

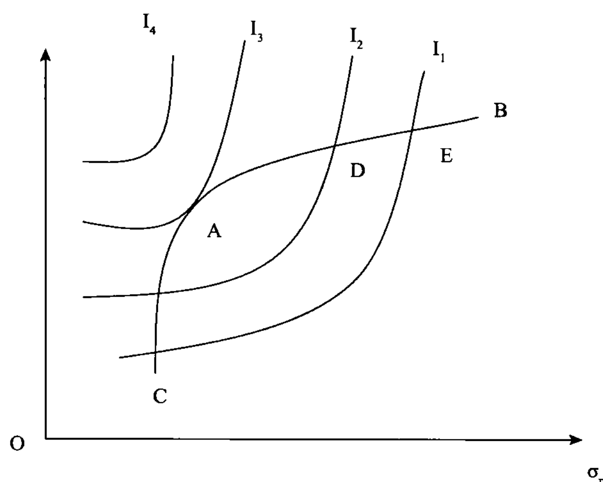


图3－3　最优资产组合的决定

3. 基本的均值－方差模型

马科维兹的均值－方差模型是在1952年提出的。该模型不允许卖空和无风险借贷，只考虑资产组合的收益率均值和方差，被称为基本的均值—方差模型。该模型的表达式为：

$$\min \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} x_i x_j \sigma_{ij}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\text{s.t.} \quad \sum_{i=1}^{n} x_i u_i = u_p$$

$$\sum_{i=1}^{n} x_i = 1$$

$$x_i \geqslant 0 \ (i = 1,2,\cdots,n)$$

其中，u_p、u_i 分别是资产组合和各种资产的期望收益率。该模型是一个二次规划问题，运用二次规划软件，可以得到最优资产组合中各种资产所占的权数 x_i。如果给定资产组合中各种资产的收益与风险，便可计算出最优资产组合的收益与风险。

马科维兹的均值—方差模型运用数量化的经济计量模型，精确衡量了资产及其组合的收益与风险。该模型不仅解决了最优资产组合的选择问题，而且确定了资产组合中各种资产的最优投资比例，使得资产组合理论更加科学化，从而奠定了其在金融投资理论中的历史地位。然而，和其他经济计量模型一样，马科维兹的均值—方差模型也存在着诸多缺陷，比如该模型中的假设与现实相差甚远，以资产收益率的方差作为衡量风险的参数受到收益率概率分布的质疑等。

（二）资本资产定价模型

资本资产定价模型（The Capital Asset Pricing Model，简称 CAPM）是由夏普（William F. Sharpe，1964）、林特勒（John Lintner，1965）和莫森（Jan Mossin，1966）分别独立提出的。该模型以马科维兹的均值—方差模型和有效市场理论为基础，重点研究在未来不确定条件下资本资产的均衡定价问题，并把资产期望收益与期望风险的理论关系用一个简单的线性关系表达出来，为金融投资理论的定量分析创造了条件。下面我们介绍该模型的基本内容。

1. 基本假设

（1）所有投资者具有相同的投资期限，并且只有一期，不考虑投资决策对该期之后的影响。

（2）资产无限可分，投资者可以买卖单位资产或组合资产的任意部分。

（3）市场上存在一种收益为正的无风险资产，投资者能以无风险利率借入或贷出任意数量的该种资产。

（4）投资者遵循马科维兹的资产组合理论，以资产的期望收益率和方差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为依据选择投资组合。

(5)不考虑交易费用、个人所得税、卖空限制等因素的影响,市场是无摩擦的。

(6)在同一风险水平下,投资者将选择期望收益率较高的资产组合;在同一收益率水平下,投资者将选择风险较低的资产组合。

(7)市场是完全竞争的,单个投资者所拥有的财富在总财富中只占很小的比重,因而不能通过其买卖行为影响资产的价格,只能是市场价格的接受者。

(8)资本市场是有效的,投资者能够及时充分地获得市场信息。

2. 资本市场线

资本市场线(The Capital Market Line,CML)表示市场组合和无风险资产的所有可能组合的收益与风险关系。在市场均衡状态下,无风险利率的水平使得借贷资金的总量相等,各种风险资产的供给与需求相等。所有风险资产的最优组合,即市场组合(Market Portfolio),必须包括所有的风险资产,而且每种风险资产在市场组合中的权数等于该风险资产的相对市值,即该风险资产市值占所有风险资产总市值的比例。如图 3－4,从无风险资产所对应的 A 点出发,经过市场组合对应点 m 的射线 AB,即为资本市场线。

资本市场线揭示了市场组合和无风险资产所构成组合的期望收益率与标准差之间的线性关系,其函数表达式为:

$$E(r_p) = r_f + \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M}\sigma_P$$

其中,$E(r_p)$、σ_P 是市场组合与无风险组合所构成的有效组合的期望收益率和标准差;$E(r_M)$、σ_M 是市场组合的期望收益率和标准差;r_f 是无风险资产的收益率。我们不难发现,资本市场线实质上是马科维兹有效边界的变形。当市场存在无风险资产时,所有资产都需要重新定价,直到市场形成新的均衡,既而形成新的有效边界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

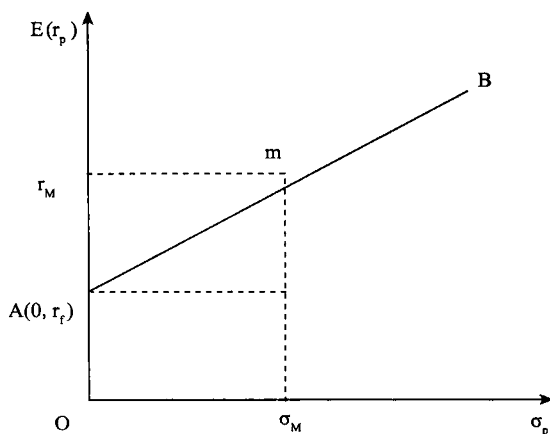


图 3－4 资本市场线

3. 证券市场线

证券市场线(The Security Market Line,SML)表示任意资产或组合的收益与风险关系。当资本市场达到均衡时,任意资产或组合的期望收益率由两部分构成:一是无风险资产的收益率 r_f;二是单位市场资产或组合风险的超额收益率与其风险值的乘积,即风险溢价。其函数表达式为:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_M) - r_f]$$

其中,$E(r_i)$ 是单个资产或组合的期望收益率,σ_{im} 是单个资产或组合与市场组合的协方差。从表达式中我们可以看出,$\frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M^2}$ 是单位市场资产或组合风险的超额收益率,被称为风险价格,在图 3－5 中表示为证券市场线 SML 的斜率。与马科维兹资产组合理论不同,该模型中资产风险的衡量已不再用期望收益率的方差或标准差,而是用资产与市场组合的协方差来衡量。另外,与资本市场线不同,证券市场线界定的收益与市场关系不但适用于有效资产组合,而且也适用于单个资产和无效的资产组合。

证券市场线还有另一种表达形式,通常用贝塔系数表示风险,即 $\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$,此时证券市场线的表达式转化为:$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_M) - r_f]$,该表达式亦为资本资产定价模型的一般形式。其中,贝塔系数是衡量系统性风险的重要指标。当贝塔系数为 0 时,该资产或组合为无风险资产;当贝塔系数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 1 时，该资产或组合为市场组合。单个资产的非系统性风险可以通过组合投资来消除，风险厌恶的投资者都尽量通过资产的分散投资来降低风险。当资本市场达到均衡时，所有投资者都会建立市场组合与无风险资产的的某种组合，从而最大限度地降低风险，最终使得非系统风险等于零。

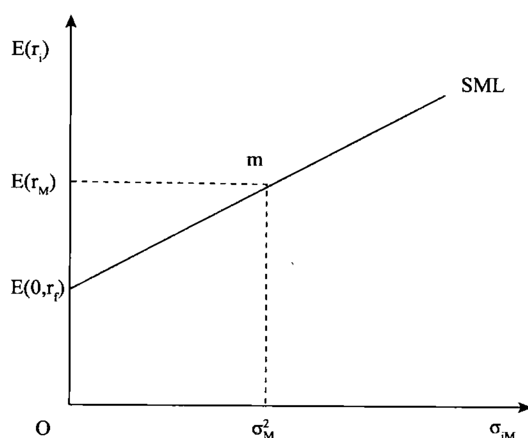


图 3－5 证券市场线

资本资产定价模型首次完整解释了资产定价的决定机制问题。当资本市场达到均衡时，对资产定价起决定作用的是其系统风险，而非系统风险对资产定价不起任何作用。另一方面，资本资产定价模型还在理论上对收益与风险关系进行了开拓性的研究，把两者之间的关系用一个简单的线性关系表达出来，推动了资产组合理论和实证研究的发展。然而，由于资本资产定价模型严格的假设条件与现实存在许多不符、实证检验困难等因素，该模型仍存在许多不足和缺陷。但是，资本资产定价模型以其简洁、明确的数字特性仍然吸引了许多学者致力于其理论与实践的进一步发展。

二、投资组合的收益与风险

对组合资产收益与风险的衡量是进行组合投资的必要工作，也是正确构建投资组合的基础。对于收益，我们用组合中各种资产期望收益的加权平均数来衡量。但对于风险就不能用一个简单的加权平均数来衡量了，投资组合的风险还受到各种资产收益间的相关关系的影响。在这里，我们首先考虑由两种资产构成的二元投资组合的收益与风险，再过渡到多元投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(一)二元投资组合

投资组合的风险取决于三个因素:各种资产在组合中的权重(x_i);各种资产的风险(σ_i);各种资产收益间的相关关系(ρ_{ij})。在不同的相关条件下,资产组合的风险是不同的。在进行组合投资时,我们必须明确两种资产的相关程度。

1. 两种资产的收益完全正相关

当 $\rho_{12}=1$ 时,两种资产的收益变动呈完全正相关关系。即当一种资产的投资收益增加时,另一种资产的投资收益也增加。此时投资组合的期望收益与风险分别为:

$$E(R_p)=x_1E(R_1)+x_2E(R_p) \tag{3.1}$$

$$\sigma_p=\sqrt{x_1^2\sigma_1^2+x_2^2\sigma_2^2-2x_1x_2\sigma_1\sigma_2} \tag{3.2}$$

由于 $x_1+x_2=1$,把 $x_2=1-x_1$ 代入(8.1)和(8.2)式得:

$$E(R_p)=E(R_2)+x_1[E(R_1)-E(R_2)] \tag{3.3}$$

$$\sigma_p=\sigma_2+x_1(\sigma_1-\sigma_2) \tag{3.4}$$

根据(3.3)和(3.4)式可以在平面 $[\sigma_p,E(R_P)]$ 上画出基于两种组合的期望收益与标准差构成的曲线,即两种资产投资的组合线(又称为有效边界)。该曲线上的每一点都表示在一定组合权数下,两种资产构成的投资组合的期望收益与风险。图 3-6 中直线 AB 即为两种资产收益完全正相关条

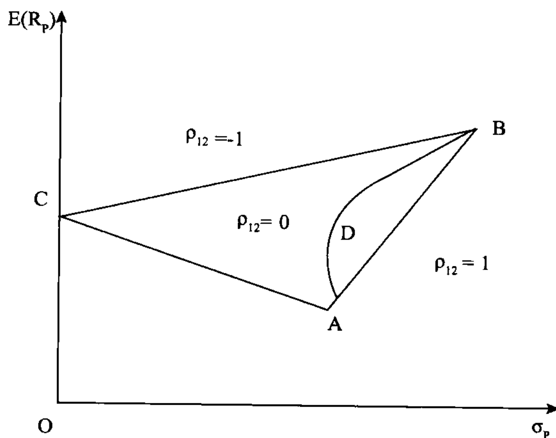


图 3-6 两种资产组合的期望收益与风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件下的组合线。

2. 两种资产的收益完全负相关

当 $\rho_{12}=-1$ 时，两种资产的收益变动呈完全负相关关系。即当一种资产的投资收益增加时，另一种资产的投资收益下降。此时投资组合的期望收益与风险分别为：

$$E(R_p)=x_1E(R_1)+x_2E(R_p) \quad (3.5)$$

$$\sigma_p=\sqrt{x_1^2\sigma_1^2+x_2^2\sigma_2^2-2x_1x_2\sigma_1\sigma_2} \quad (3.6)$$

把 $x_2=1-x_1$ 代入(8.5)和(8.6)式得：

$$E(R_p)=E(R_2)+x_1[E(R_1)-E(R_2)] \quad (3.7)$$

$$\sigma_p=|x_1(\sigma_1+\sigma_2)-\sigma_2| \quad (3.8)$$

在(8.8)式中，当 $x_1\geqslant\sigma_2/(\sigma_1+\sigma_2)$ 时，$\sigma_p=x_1(\sigma_1+\sigma_2)-\sigma_2$ (3.9)

当 $x_1<\sigma_2/(\sigma_1+\sigma_2)$ 时，$\sigma_p=\sigma_2-x_1(\sigma_1+\sigma_2)$ (3.10)

(3.5)、(3.9)和(3.10)三式可以在平面 $[\sigma_p,E(R_p)]$ 上表示为由直线AC和BC所组成的折线，并与纵轴相交于C点，如图3-6。从图中可以看到，折线ACB表示的标准差要小于直线AB所表示的标准差，也就是说收益呈完全负相关关系的资产组合的风险要小于收益呈完全正相关关系的资产组合的风险。只要选择恰当的投资权重 x_1，就可以降低投资组合的风险。特别地，当 $x_1=\sigma_2/(\sigma_1+\sigma_2)$ 时，投资组合的标准差 σ_p 为零，此时的投资组合已成为无风险投资，这样的组合在图中表示为折线ACB与纵轴的交点C。

3. 两种资产的收益完全不相关

当 $\rho_{12}=0$ 时，两种资产的收益变动呈完全不相关关系。即一种资产收益的变动不会引起另一种资产收益的变动。此时投资组合的期望收益与风险分别为：

$$E(R_p)=x_1E(R_1)+x_2E(R_p) \quad (3.11)$$

$$\sigma_p=\sqrt{x_1^2\sigma_1^2+x_2^2\sigma_2^2} \quad (3.12)$$

把 $x_2=1-x_1$ 代入(3.11)和(3.12)式得：

$$E(R_p)=E(R_2)+x_1[E(R_1)-E(R_2)] \quad (3.13)$$

$$\sigma_p=\sqrt{x_1^2\sigma_1^2+(1-x_1)^2\sigma_2^2} \quad (3.14)$$

(3.13)和(3.14)两式可以在平面 $[\sigma_p,E(R_p)]$ 上表示为双曲线ADB，如图3-6。从图中可以看到，在双曲线的BD段，从B点向D点移动，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合的期望收益越来越来小，标准差也越来越小。当过 D 点后继续向 A 点移动，投资组合的期望收益还是在减小，但其标准差却越来越大。因此，双曲线 AD 段的投资组合是不理想的。

（二）多元投资组合

接下来我们把分析扩展到由多种资产构成的投资组合。多种资产构成的组合的期望收益、风险和各种资产之间的相关关系同两种资产构成的组合相类似。我们假定有 n 种资产构成的投资组合，其中每一种资产的期望收益分别为 R_1 , R_2 ,…, R_n ,投资组合的期望收益为 R_p 。假如某个投资将一笔资金按 x_1 , x_2 ,…, x_n 的比例（其中 $\sum_{i=1}^{n} x_i = 1$ ）投资于这 n 种资产，这个投资组合的期望收益、方差、标准差分别为：

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^{n} x_i E(R_i) \tag{3.15}$$

$$\sigma_p^2 = \mathrm{var}(R_p) = \mathrm{var}\left(\sum_{i=1}^{n} x_i R_i\right) = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} \mathrm{cov}_{ij} x_i x_j = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} x_i x_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j \tag{3.16}$$

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} x_i x_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j} \tag{3.17}$$

其中，当 $i \neq j$ 时，cov_{ij} 表示资产 i 与资产 j 的收益的协方差，反映了两种资产的收益在一个共同周期中变动的相关程度。从上面三个式子中，我们不难发现，投资组合的收益是组合中各种资产收益的加权平均，而投资组合的风险除受组合中各种资产的风险和该资产在组合中所占权重的影响外，还取决于各种资产收益间的相关系数。由于相关系数的取值介于 -1 与 1 之间，即 $|\rho_{ij}| \leq 1$ ，所以投资组合的标准差要比组合中所含资产的标准差与组合权重的加权和小。因此，投资者可以根据自己的风险承受能力选择不同的资产构建投资组合，以降低投资的风险，达到投资效用最大化。

三、组合投资策略制定的基本步骤

一个投资者如果将全部资金都投放于一种资产，由于资本市场风险的不确定性，其收益的多少就成为一个未知数，一旦失败，就会造成惨重的损失。在投资的过程中，收益和风险呈现出一种正相关关系，高收益往往伴随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着高风险。如果投资者仅投资于单个资产，他的选择是有限的。当投资者将各种资产按不同比例进行组合投资时，其选择便具有多样性，这为投资者在给定风险水平条件下获取更高收益创造了条件。

有句古老的谚语："不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。"如果我们把所有的鸡蛋放在同一只篮子里，一旦这只篮子摔到地上，所有的鸡蛋都可能摔破；如果我们把鸡蛋分别放在不同的篮子里，一只篮子摔到地上，不会影响到其他篮子的鸡蛋。这个例子可以用来说明组合投资能降低投资的风险。不要将全部资金投资于同一种资产上，通过分散投资能降低风险。组合投资的目标是投资者根据需要选择不同的资产组成投资组合，通过管理这些投资组合，以实现投资效用最大化。这个过程主要包括以下 4 个步骤：

1. 确定投资目标

确定投资目标是投资过程的第一步，也是整个投资过程的基础，任何策略都服务于这个目标的实现。任何投资都存在着风险，投资者必须根据风险承受能力，确定自己的投资目标和可投资资金的数量。投资目标的确定应该包括收益和风险这两项内容。

2. 进行投资分析

投资分析的内容包括对各种资产的收益和风险进行系统性分析以及对资产买卖时机的选择。这是投资过程中不可或缺的组成部分，也是投资者选择资产构建投资组合的基础。

3. 构建投资组合

构建投资组合的过程包括投资者根据先前确定的目标选择具体的资产进行投资，并确定资金在各种资产中的投资比例。在这里，投资者要充分考虑各种资产的收益和风险情况，选择适合自己目标的投资组合。

4. 修正投资组合

由于市场行情的不断变化，资产的收益和风险也会发生变化，这将使投资者当前持有的投资组合与其投资目标不符，从而不再是最优的投资组合。这就要求投资者卖掉现有组合中的一些资产和购买一些新的资产形成新的投资组合，来满足其投资目标。

四、黄金期货套期保值与组合投资

黄金期货套期保值是一种通过黄金期货市场和现货市场的反向操作行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，使期货交易和现货交易的盈利与亏损互相抵补的交易方式。黄金期货套期保值交易要求投资者在期货市场和现货市场上建立数量相等的两个头寸，投资者相当于持有一个期货与现货的组合。从广义上讲，黄金期货套期保值可以看作是一种最简单的组合投资方式。与传统的组合投资相比，它只涉及到黄金这种资产，投资者通过构建一个包含期货头寸和现货头寸的组合，可以达到规避市场价格风险的目的。

目前，国内市场存在的黄金现货交易品种较多，主要包括实物金、纸黄金和黄金递延交易。实物金买卖主要包括金条、金币、金饰等。一般情况下，金饰由于买卖价格的差额较大，不宜作为实物金投资。其中，上海黄金交易所有 Au99.95、Au99.99、Au100g 三个现货实盘交易品种。纸黄金是指在帐面上买进卖出黄金赚取差价获利的投资方式，是银行提供的一种黄金业务。黄金递延交易是指一种现货延期交收的业务，上海黄金交易所有 Au(T+D)、Au(T+N)两个现货保证金递延交易品种。按照合约延期费发生日的不同，Au(T+N)又可以分成 Au(T+N1)和 Au(T+N2)两种。其中 Au(T+N1)在单数月最后一个交易日支付延期费；Au(T+N2)在双数月最后一个交易日支付延期费。黄金现货品种之间的交易特点各异，投资者必须熟悉各个品种的特点，选择适合自己的品种进行投资。表 3-5 为各种黄金投资品种的交易特点比较。

表 3-5 各种黄金投资品种交易特点比较

	保证金	交易手续费	交易时间	交割方式
黄金期货	7%	万分之二	9:00-11:30/13:30-15:00	平仓或实物交割
实物金(上海黄金交易所)	100%	万分之五	10:00-11:30/13:30-15:30	实物交割
纸黄金	100%	含在差价中	24 小时，部分银行为上海黄金交易所交易时段	不能提取现货
Au(T+D)	10%	万分之四	9:45-11:30/13:30-15:30/21:00-02:30	平仓或实物交割
Au(T+N)	10%	万分之五	9:45-11:30/13:30-15:30	平仓或实物交割

五、黄金期货与其他资产的比较

投资者在进行组合投资前必须充分了解各种资产的特性，通过不同资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产之间的比较，才能根据自己的投资目标选择合适的投资组合。目前，我国国内投资产品的种类十分有限，比较常见的有房地产、储蓄、国债、股票、商品期货和外汇。2008 年 1 月 9 日，经中国证监会批准，黄金期货合约在上海期货交易所上市交易，这为广大投资者开辟了一条新的投资渠道，为其组合投资提供了一个有效的风险管理工具。黄金期货交易是一种非实物交割转移的买空卖空交易，由套期保值、投机和套利交易组成。由于其期货投资的特性，黄金期货交易亦是一种高收益、高风险的投资工具，既有可能获得高利润，也有可能遭受高损失。表 3－6 即为各种资产投资特性的比较。

表 3－6　各种资产投资特性的比较

	价格波动	赢利性	流动性	维护成本	投资风险
黄金期货	受政治、经济形势影响较大	高收益、高风险	较高	交易成本	大
黄金现货	波动较小，受政治形势影响较大	波动相对稳定	高，抵押信誉高	成本较低，投资税负轻	较大
房地产	一般情况下波动微小	视投资环境变化和级差地租而定	较小，变现能力低	交易税、物业管理和维修费用	不一定
储蓄	受通货膨胀影响较大	利息，受通货膨胀影响	等同于现金	利息税	小
国债	波动相对稳定	收益比较稳定	信誉好，变现能力强	成本较小	较小
股票	受经济政策影响较	波动较大	较高	交易成本	较大
商品期货	波动较大	波动较大	较高	交易成本、储存成本	大
外汇	受政治、经济政策影响较大	波动较大	高	交易成本	大

现阶段，我国居民主要投资于储蓄、国债、股票、外汇等资产，投资手段相对单一，制约了投资风险的管理和投资回报率的提高。对于各种资产，其投资各具优势和作用。一般来说，房地产投资具有很大的实用性，选择合适的地理位置及购买时机，长期来讲亦有增值潜力；储蓄变现能力强，便于各种即时需求；国债收益稳定，投资风险小；股票、商品期货、外汇收益与风险并存；黄金期货具有一定的保值、抗通涨能力。因此，投资要熟悉各种资产投资特性的优劣，根据其投资目标和风险承受能力，选择合适的资产构建有效的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　黄金期货市场的价格

本章分析黄金期货价格的形成，第一节将从不同角度介绍国际黄金市场上黄金价格的类型，力求做到对黄金价格有个全面概括；第二节介绍了世界上几个主要黄金市场的定价机制，伦敦、纽约、苏黎世、香港是目前世界上几个黄金交易中心，有很值得我们学习借鉴的经验之处；第三节基于持有成本模型采用无套利定价法分析了黄金期货价格形成。最后一节回顾黄金价格的历史走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节　国际黄金价格的类型

黄金是一种重要投资产品，它在世界上大大小小40多个黄金市场进行交易，各个市场在不同的地域和范围内发挥各自的作用，而且通过电话和网络等通讯工具构成一个整体，可以一天24小时不间断地进行黄金交易。有市场就有价格，黄金价格指黄金在黄金市场上的价格。在黄金市场中，可以从不同的角度对黄金价格进行分类。

一、按不同的货币划分

按不同的货币可划分为美元价、港元价、人民币价、日元价等。目前世界上几个主要的黄金市场都是用美元标价的。比如：伦敦黄金市场、纽约商业交易所（COMEX）内纽约黄金市场、芝加哥商品交易所（CME）内芝加哥黄金市场以及加拿大的温尼泊商品交易所内的温尼泊黄金市场。由于这些市场的交易活跃，交易量大，其中伦敦黄金市场的美元报价是全球黄金现货价格的基准，而纽约商品交易所是世界上最大的黄金衍生品交易场所，因此，美元报价是最常用的报价。

除了美元价以外，有些国家和地区的黄金市场采用当地货币来为黄金报价。比如：五大黄金交易中心之一的香港就采用港币进行报价，另外东京黄金交易所、上海黄金交易所分别采用日元和人民币报价，这些市场的黄金报价除了要受一般黄金价格影响因素影响外，投资者还要考虑到汇率因素，而影响汇率走势的国际国内因素又比较复杂，所以相对于黄金的美元报价，国家和区域货币报价的波动性更大。

图4－1是1971年1月到2009年5月的美元和日元报价月度数据产生的走势图：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

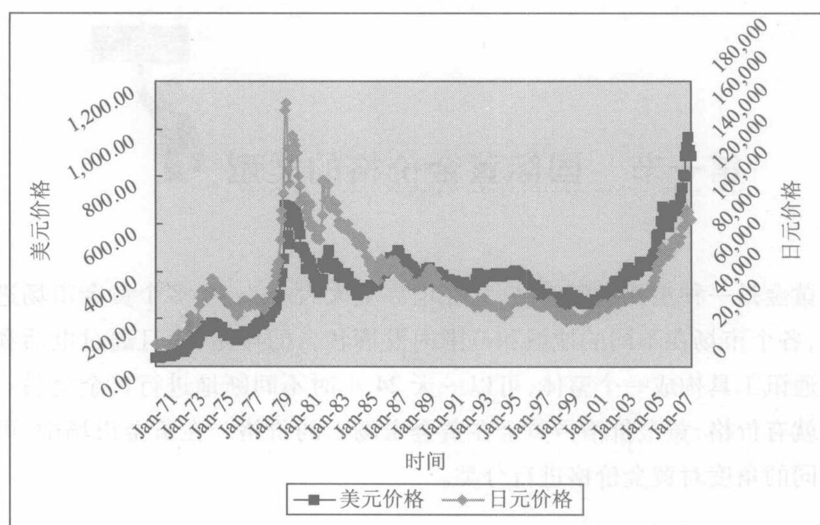


图 4－1　1971 年 1 月到 2009 年 5 月的美元和日元报价月度走势图

数据来源：万德咨询

从图 4－1 图形可以看出，历史数据证明：黄金的美元报价和日元报价具有相同走势。即当美元报价走高时，黄金的日元报价也有走高的趋势；反之亦然。由于日元和美元汇率的变化、国内经济形势的不同，黄金的美元报价和日元报价走势并不完全相同。

二、按不同的成色划分

按不同的成色可划分为纯金价、标准金价、非标准金价。自然界很少有现成黄金，现有黄金都是通过提炼而得到的，黄金生产指从金矿产中提炼出来高纯度的黄金，没有 100% 纯度的黄金，目前最高纯度的黄金是“四九金”，即纯度为 99.99% 的黄金。根据不同的成色，可将黄金分为 24K、22K、20K、18K 等，其中 24K 金的含金量达到 99.99%，基本视为纯金。黄金市场价格中的纯金价指的就是四九金的金价，即纯度为 99.99% 的黄金价格；而标准金价指三九金的价格，即纯度为 99.95% 的黄金价格。由于三九金的纯度低于四九金，三九金的价格也要低些。例如：2008 年 7 月 14 日，三九金的价格是 195.65 元/克，而四九金的价格是 196.48 元/克。非标准金价就比较多了，不同的规格和成色价格不同，除了四九金、三九金以外的 K 金价格都可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以被称为非标准金价格。

三、按不同的市场划分

按不同的市场可划分为伦敦金价、纽约金价、香港金价等。虽然黄金交易在全世界已经被连成一个整体，但是由于各大黄金市场上交易黄金的规格、成色、标价货币等都不相同，因此，各个市场形成了各自的报价。伦敦金价指伦敦五大定价行确定的黄金现货价格，标的物纯度不小于 99.5% 的伦敦金（注：伦敦金指存放在伦敦地下金库里的 99.5% 纯度的 400 盎司金砖）。纽约金价一般指纽约商业交易所的黄金期货价格，其它黄金期货市场都是以纽约金价作为基准价的。香港金价指在香港黄金市场交易产生的黄金价格，包括两类价格：一类是香港金银业贸易场的黄金价格，以港元/两（这里的两指司马两，1 司马两 = 37.429 克）来标价，交收标准金的成色为 99%，这种市场上的投资者主要是华资金商，交割地点在香港银行或交易所金库；另一类是香港伦敦金市场的黄金价格，跟伦敦黄金市场报价相同，采用美元/盎司标价，主要是外资金商参与交易，其交易的黄金在伦敦交收，用美元结算，实际上这部分市场是伦敦黄金市场的延伸。

四、按不同的交割时间划分

按不同交割时间可划分为现货价格、期货价格。黄金现货交易指即期交易，在成交后当即交割或者在两天内交割。交易标的主要是金条、金锭、金币等。黄金现货价格就是在黄金现货交易市场中产生的价格。目前世界上主要的黄金现货价格是伦敦黄金市场由五大定价行确定的价格，以美元/盎司来标价。

黄金现货价格和期货价格既有联系，又有区别，影响黄金现货价格的因素同样影响黄金期货价格。比如：当其它条件不变时，黄金供给与需求影响黄金现货价格。当黄金供给大于需求时，黄金现货价格下降，同时，黄金期货市场的价格也将下降，因为在其它条件不变的情况下，当期供给过量或需求不足会让投资者对未来产生相似的预期，调低对外来的价格预期。所以一般情况下，黄金现货价格和期货价格的变动方向和幅度基本是一致的。随着交割月的临近，黄金现货价格和期货价格的差距不断缩小，直到交割

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，期货价格等于现货价格。如果期货价格和现货价格在到期日不相等，就会发生套利。如果到期日的黄金期货价格高于现货价格，市场参与者可以做空期货，以现货价格买入黄金现货，然后执行期货合约，以期货价格卖出，立即获利；如果到期日的黄金期货价格低于现货价格，那么市场参与者可以做多期货，立即执行，以期货价格买入，再以现货价格买出，立即获利。所以套利机制的存在，必促使黄金期货价格在到期日与现货市场价格相等。

下面是黄金期货价格和现货价格的走势图，如图 4－2 所示。

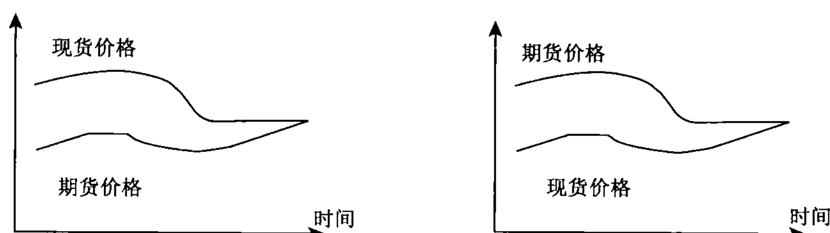


图 4－2　黄金期货价格和现货价格走势图

例：假设 2008 年 8 月 15 日纽约商品交易所黄金现货价格为 800 美元/盎司，而 8 月份到期的黄金期货价格为 799 美元/盎司，这就会产生无风险套利机会。投资者可以做多期货，以 799 美元的价格交割期货合约买入黄金，再在现货市场上卖出黄金现货，这样每盎司黄金将获得 1 美元的无风险收益。随着这种套利交易的进行，期货价格开始上升，而现货价格开始下降，直到两者相等。

五、按参与黄金交易的不同对象划分

按参与黄金交易的不同对象可划分为生产价格、市场价格、准官方价格。生产价格是一个根据黄金生产成本而产生的价格。它是市场价格和准官方价格的基础，可以说是一种底价，是黄金生产商和第一级批发商之间交易的价格。黄金不是现成的，黄金生产需要花费黄金生产商大量的时间、人力、物力、财力去寻找、开采矿产，最后才能提炼出可交易的黄金。黄金生产过程中产生的成本必然要得到补偿，这个补偿的获得就是通过生产价格来实现，这个价格每天挂牌公布，其计算方法由业内人士制定。黄金生产商和第一级黄金批发商就是采用这个价格进行交易的。当然，不同的矿产含金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

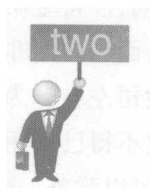
量不同，沙特金矿多为富矿，含金量高。2002 年，其开采成本仅为 111 美元/盎司，而当时南非等世界产金大国的黄金平均开采成本则比较高，在 285 美元/盎司左右。为了防止利润的下滑，黄金生产商往往会在金价较高的时候，迫不得已利用生产成本较高、含金量比较低的矿砂来提炼黄金，因为高金价可以弥补一部分高生产成本的损失；反之，当金价较低时，黄金生产商会选取一些含金量高的矿砂进行提炼，以降低生产成本来适应金价低的行情。随着技术的进步，找矿、开采、提炼的费用不断降低，黄金生产成本不断下降。当然，黄金的成本价格中还包括运输成本、储存成本等。

市场价格是指在黄金交易市场产生的价格。交易者包括套期保值者、套利者、投机者。除了黄金生产价格的影响外，由于黄金的金融属性，使得黄金市场价格更多的受到黄金供给需求关系、美元汇率、通货膨胀、地缘政治、投资者行为等的影响，市场价格往往偏离生产价格。比如：目前全球黄金生产平均价格为 260 美元/盎司，而黄金的市场价格已经高达 850 美元/盎司。

准官方价格是指中央银行运用官方黄金进行有关活动而采用的价格，可分为抵押价格和记帐价格。抵押价格是指中央银行借款时，以黄金作抵押，黄金按市场价格作价，再给折扣，在一定程度上金价予以保值，因为有大量黄金在抵押。这是缘于意大利 1974 年为向联邦德国借款，以自己的黄金作抵押而产生的。记帐价格是在 1971 年 8 月"布雷顿森林体系"解体后提出的，由于当时黄金市场价格很高，官方价格与市场价格产生很大的差距，各国为了给其官方黄金储备确定价值，都提高了各自的黄金官价，于是就产生了为确定官方黄金储备价值的准官方记帐价格。这两类准官方价格在世界黄金交易中产生了重要影响，是比较重要的黄金价格。

总之，黄金价格可以从多个角度进行分类。但作为黄金市场的投资者来说，主要用的价格是伦敦黄金市场的黄金现货价格和纽约商品交易所的黄金期货价格，它们都是以美元/盎司标价，这两个价格作为其它黄金市场价格的参考，起到了基准价的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节 国际黄金市场的定价机制

国际黄金市场是一个24小时不间断交易的整体，按照交割方式划分，可以分为现货市场和衍生品市场。前者的代表是伦敦黄金市场、香港黄金市场、苏黎世黄金市场等，而后者主要的代表是纽约商业交易所，这里交易着大量的黄金期货、黄金期权等产品；按照有无交易场所划分，国际黄金市场又可以分为场外市场和场内市场。场内市场指在固定的交易所内进行交易的市场，典型的场内市场是纽约商品交易所；场外市场是指在交易所外进行黄金交易的市场的总称。由于没有固定的交易场地，所有交易一般通过现代化的电讯工具在个金商之间进行，这是个无形的市场，典型的场外市场是伦敦黄金市场。伦敦黄金市场既是个现货市场，又是个场外市场；而纽约的黄金市场则既是衍生品市场，又是个场内市场，这种格局的形成有它的历史发展原因。伦敦金银市场协会（LBMA）通过五大报价行等大型黄金批发商与苏黎世、香港等黄金零售市场的信息传导，主导着全球的黄金现货价格；而纽约则是全球黄金期货定价中心。

一、伦敦黄金市场的定价机制

伦敦是个典型的场外交易市场。伦敦黄金市场的交易者均不通过中间商直接进行交易，其交易是通过无形的方式，各大金商的销售网络完成，交易会员由具权威性的五大金商及一些公认为有资格向五大金商购买黄金的公司或商店组成，然后再由各个加工制造商、中小商店和公司等连锁组成。交易时，由金商根据各自的买盘和卖盘，报出买价和卖价，所有的风险都有交易双方共同承担，这是场外市场相对于场内市场的显著区别。

1919年9月12日上午11:00，伦敦五大金行首次聚会“黄金屋”（Gold-Room，一间位于英国伦敦市中心的洛希尔国际投资银行总部的办公室），根据主席提出的建议价格和接受委托买卖双方力量对比来找到均衡价格，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后达成的均衡价格就定为当天伦敦黄金市场的黄金现货价格，当天确定金价是每盎司4镑8先令9便士。这五家定价行分别是洛希尔国际投资银行（N. M. Rothschild and Sons Limited）、瑞士信贷第一波士顿银行（Credit Suisser First Boston）、加拿大枫叶银行（Bank of NovaScotia）、德意志银行（Deusche Bank）和英国汇丰银行（HSBC）。这五家定价行相当于做市商，每个交易日五家权威定价行都会聚会在"黄金屋"，由洛希尔公司的代表作为定价主席，一般在定价之前，市场交易停止片刻，此时各金商先暂停报价，由洛希尔公司的首席代表根据前一天晚上的伦敦市场收盘之后的纽约黄金市场价格以及当天早上的香港黄金市场价格定出一个适当的开盘价，其余四家公司代表则分坐在"黄金屋"的四周，立即将开盘价报给各自公司的交易室，各个公司的交易室则马上按照这个价格进行交易，把最新的黄金价格用电话或电传转告给它的客户，客户再发出订单。各银行根据他们收到的订单，指示他们在"黄金屋"的代表宣布他们在该价位上是买入还是卖出。各个代表在收到订购业务时，会将所有的交易单加总在一起，看是买方多还是卖方多，或是买卖相抵，随后将数据信息以简单的行话告诉给洛希尔公司的首席代表以调整价格。如果开盘价过高，五个代表加总的金砖数量为卖多，缺少买方，主席就会降低黄金价格；如果开盘价格过低，五个代表加总的金砖数量为买多，缺少卖方，主席会提高黄金价格。价格一变动，再将上面的程序重新进行一遍，直到平衡为止，然后主席宣布定盘。客户可以在定价前预先下订单，也可以在定价的过程中根据价格变化，随时更改订单，直到订盘为止。为保证任何订单的变化迅速地让主席知道，每个代表的桌上都有一面小旗，当听到从他所属的交易厅传来变更要求时，便立刻把旗举起来，只要还有小旗被举着，主席就不会宣布价格定盘。只有当"黄金屋"内的五面小旗都放倒时，表示市场买卖相抵，订购业务完成，才会有主席宣布交易结束，定价的最后价格就是成交价格。定价的时间长短要看市场的供求情况，短则几分钟，长可达1小时左右。主席宣布定盘之后，新价格就会很快传递到世界各地的交易者。1968年，伦敦市场交易规则更改为每个交易日两次议价，分别在上午10:30和下午3:00开始。至此，每个交易日两次集合竞价的定价制度确定下来。

伦敦黄金市场在国际黄金现货市场上占据主导地位，与伦敦黄金市场在世界黄金交易中的核心地位密不可分。伦敦黄金市场历史悠久，其发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史可以追溯到300多年前，英国当时是个殖民地国家，吸纳了大量黄金。1804年，伦敦取代了荷兰阿姆斯特丹，成为世界黄金交易中心。伦敦还垄断了最大产金国——南非的全部黄金销售，使得世界黄金市场的大部分黄金供给都通过伦敦金市进行交易。另一个原因是伦敦黄金市场合理的交易制度。目前伦敦黄金市场的五大报价行在国际声誉显著，与世界上许多金矿、金商等有广泛的联系，同时五大报价行有许多的下属公司，而下属公司又与许多商店、黄金客户联系，这个网络超出了伦敦黄金市场，扩展到了整个世界。因此，五大报价行几乎代表了全世界的黄金交易者，包括黄金供给者、黄金需求者、套期保值者和投机者等，决定出一个在市场上对买卖双方最合理的价格，而且整个定价过程是完全公开的。五大报价行定价过程中，提供给客户的是单一交易价，没有买卖价差，价格比较合理，更加吸引了交易者在定价时进行交易。五大报价行之间的业务竞争十分激烈，在提高市场运行效率的同时又避免了集体价格操纵行为的出现。

二、其他黄金市场的定价机制

1. 苏黎世黄金市场

苏黎世黄金市场是二战后迅速成长起来的世界性的黄金自由交易中心。由于瑞士是个永久中立国，银行业极为发达，虽然苏黎世自身没有黄金生产，但由于瑞士特殊的银行体系和辅助性的黄金交易服务体系，为黄金买卖提供了一个既自由又保密的黄金交易市场，这些独特的优势吸引着个人投资者在苏黎世黄金市场购买和存储黄金，俄罗斯和中东国家石油输出国也在这里大量购买黄金，以扩大其外汇储备和进行外汇保值，特别是每当国际局势发生动荡时，国际游资也纷纷涌向这里。再加上苏黎世与南非有优惠协议，获得了80%的南非金，使得苏黎世是世界上新增黄金的最大中转站，同时也是世界上最大的私人黄金存储中心。苏黎世黄金市场在国际黄金市场上的地位仅次于伦敦。

不同于伦敦黄金市场，苏黎世黄金市场没有正式的组织机构，有瑞士三大银行（瑞士银行、瑞士信贷银行、瑞士联合银行）负责清算结帐。苏黎世黄金总库建立在瑞士三大银行非正式协商的基础上，形成一个联合清算系统，在市场中起到中介作用，可见苏黎世黄金市场也是个典型的场外市场。苏黎世黄金市场没有金价定盘制度，由联合清算系统对银行的不记名头寸进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行加总，在每个交易日任一特定时间，结合供需情况确定当日交易金价，该价格就是苏黎世黄金市场的黄金官价，当天交易市场价格以这一官价为基础自由波动，且没有涨跌停板的限制。苏黎世黄金官价由苏黎世黄金总库确定，对世界上的黄金交易商起到指导作用。

2. 纽约黄金市场

纽约黄金的交易在纽约商业交易所（COMEX）内进行，是个典型的场内市场。纽约商业交易所主营黄金的衍生品，包括黄金期货、黄金期权、黄金 ETF 等产品，每年实物黄金交割的衍生品数量不多，大部分交易都采用对冲的方式交割。纽约商业交易所和芝加哥商品交易所构成了美国黄金市场。20 世纪 60 年代末，布雷顿森林体系遭遇“特里芬两难选择”，美国官方黄金储备无法维持与美元的固定兑换比例。1971 年 8 月 15 日，美国政府不得不宣布停止履行对外国政府以美元兑换黄金的义务，美元大幅贬值，而受到压制多年的黄金价格高涨，美国投资者为了避免美元贬值带来的损失，迅速发展起黄金市场。目前，纽约黄金市场是世界上最大的黄金期货交易中心。纽约商业交易中心本身并不参加期货买卖，只是提供了一个黄金衍生品交易的场所和交易设施，并制定了一些法规，保证交易双方在公开、公平的原则下进行交易。在纽约交易的所有黄金都必须在纽约交易所里通过公开喊价的方式进行交易，任何交易者都有机会以最佳的价格成交，跟其他商品的期货合约一样，纽约商业交易所对黄金期货合约都有标准化的规定。一般黄金期货合约的交易单位为 100 盎司，最小价格变动单位为 10 美分/盎司，交易标的金的纯度为 99.5%。以下是一份完整的纽约商业交易所黄金期货合约，如表 4－1 所示。

表 4－1　纽约商业交易所黄金期货合约

交易单位	100 盎司（金衡）
报价单位	美元和美分/盎司
交易时间（全部为纽约时间）	公开喊价交易为：08：20 至当日 13：30 盘后电子交易为周一至周四：14：00 至次日 08：00 周五：14：00 至当日 17：15 周日：18：00 至次日 08：00
交易月份	即月、下两个日历月，23 个月内的所有 2、4、6、8、10 月，60 个月内的所有 6 月和 12 月
最小价格波动	0.01 美元/盎司（10 美元/手）
最后交易日	每月最后一个工作日之前的第三个交易日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

交易单位	100 盎司(金衡)
交割期限	交割月的第一个工作日至最后一个工作日
级别及品质要求	纯度不得低于 99.5%
头寸限制	所有月份合约不超过 6000 手,即月合约不超过 3000 手
保证金要求	会员即套保客户为 2500 美元/手,非会员为 3375 美元/手
交易标志	GC

3. 香港黄金市场

香港黄金市场主要由香港金银业贸易场和香港伦敦金市场组成。香港金银业贸易场成立于 1910 年,主要由华资金商参与交易,有固定的买卖场地,采用公开叫价、手势成交的交易方式。交易时间为一周 5 天,周一到周五分早、午市,早市时间为上午 9:00 至中午 12:30,午市时间为下午 2:30 至 5:00。会员代表在交易大堂内公开叫价,辅以手势进行买卖,交易达成后 15 分钟内,卖方填写交易票据,交买方确认后,再交结算部登记交易及更新交易行员的仓位。闭市时贸易场负责对所有交易作中介结算,然后把结算结果交给指定结算银行。香港金银业贸易场中黄金以港元/两(指司马两)定价,交收标准金成色为 99%,主要交易黄金规格为 5 个司马两为一条的 99 标准金条。香港金银业贸易场是个行会组织,采用会员制管理,而非交易所或公司性质,所以不受香港政府的管理和约束。在近百年来一直运行良好,赢得了良好的声誉,深受交易商、金饰商、投资者等黄金市场参与者的认可。

1974 年,香港政府撤消了对黄金进出口的管制,此后香港黄金市场得到快速发展。由于香港黄金市场在时间上刚好填补了纽约、芝加哥黄金市场收市和伦敦黄金市场开市前的空挡,可以连贯亚、欧、美,形成一个完整的世界黄金市场。其优越的地理条件引起了欧洲金商的注意,伦敦五大定价行和瑞士三大银行等纷纷在香港设立分支机构,建立起一个无形的"香港伦敦金市场",这是一个现货市场,黄金在伦敦交收,并在成交后两个交易日在纽约以美元结算。香港伦敦金市场客户可利用特别的信贷安排而延迟结算,方法涉及借贷黄金或美元、基本保证金和价格变动保证金等,这个市场进一步发展形成了香港独具特色的香港伦敦金延迟结算市场。全球金商都参与到这个市场进行交易,促使香港成为世界上五个主要的黄金交易中心之一。

除了上述的香港金银业贸易场和香港伦敦金市场外,在香港黄金市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上也存在黄金期货交易。1980 年香港期货交易所开始经营黄金期货业务，买卖以公开喊价的方式进行，最小交易规模为 100 金衡盎司，每份合约的初始保证金为 1500 美元，以美元/盎司进行标价，每份合约的价格变动为 10 美元或其倍数。若每盎司价格变动超过上一个交易日收市结算价 40 美元，则买卖将暂停 30 分钟以补交追加保证金。期货交易所按照管理规程实施管理，并参照纽约市场规则运行。香港的黄金期货市场是除美国黄金衍生品市场外主要的黄金衍生品市场。

总体来看，全球各大黄金市场主要分布在亚、欧、北美三个区域。欧洲以伦敦、苏黎世黄金市场为代表；亚洲以香港为代表；北美主要以纽约、芝加哥和加拿大的温尼伯为代表。这些市场的交易时间以伦敦时间为基准，形成 24 小时不间断的黄金交易。伦敦黄金市场每天上午 10:30 的早盘定价揭开全球金市的序幕，随后北美市场的纽约、芝加哥等先后开市，当伦敦下午收市后，纽约等北美黄金市场还在交易中，接下来香港黄金市场开市。

在任何一个交易日，伦敦的开盘价受上个交易日香港的尾市价和北美的收盘价的影响，接下来，伦敦的尾市会影响北美的早市价格，而北美的尾市又会影响到香港的开盘价，然后进入下一个交易环，又从伦敦定价开始，如此循环。从伦敦到纽约、芝加哥，再到香港，然后再回伦敦，就这样不断循环，构成了 24 小时不间断交易的世界黄金市场。



第三节　黄金期货的理论价格

一、持有成本模型

期货价格形成原理是指期货价格的形成过程和作用体系。它是通过期货市场的各类投资者在公开市场上综合各种期货价格影响因素，最终通过交易反映到期货价格上来实现的。在期货价格形成过程中，市场投资者是主体，他们不同的投资目的和风格以及对市场信息的不同理解是期货价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断波动并达成均衡的原因。各种期货价格影响因素和期货市场机制是客体，是市场投资者研究的对象。期货价格影响因素可分为主要因素和次要因素，长期因素和短期因素，利好因素和利空因素等。期货市场机制包括了有关期货合约、交易、交割、风险控制、监管体系等各方面的各规章制度，这些构成了期货市场的基础。信息渠道和投资渠道是否顺畅、投资者数量是否足够多、投资者交易理念是否理性成熟、期货交易机制是否完善等是期货价格形成是否有效的关健。

在一个成熟规范的期货市场，期货交易制度比较完善，期货价格能够较好地反映现货市场的供求关系和预测价格变动趋势，从而使期货市场和现货市场保持良好的相关性，保证了期货市场基本功能的实现。反过来期货市场的基本功能的实现，又将促进期货价格形成机制的正常运转。

对于同种商品，其现货价格与期货价格存在两种基本关系。在正常的情况下，期货价格高于现货价格（或者近期月份合约价格低于远期月份合约价格），称为正向市场。在特殊情况下，现货价格高于期货价格（或者近期月份合约价格高于远期合约价格），称为反向市场。

期货价格等于即时的现货价格加上人们将现货持有到期货交割期的期间内所发生的持有成本。主要由商品生产成本、期货交易成本（佣金和交易手续费、资金成本）、期货商品流通费用（商品运杂费、商品保管费）和预期利润四部分构成。在持有成本模型的期货价格的确定过程中，套利行为发挥着重要的作用。套利有现货与期货之间的套利和期货与期货之间的套利之分。

对持有成本理论论述的逻辑顺序是：首先假设交易者面临的市场是一个完全竞争的市场，即没有交易成本；没有交易阻力；对交易双方没有任何约束；排斥任何无风险的套利行为。在完美市场的条件下，得出持有成本模型。然后，再逐步引入现实市场的因素，并研究这些因素的影响，继而修正模型，使之更加符合现实市场的情况。最后，得到现实市场的期货合约价格持有成本模型。

二、完美市场下的期货合约价格持有成本模型

1. 现货、期货持有成本模型

首先推导用现货价格表示期货价格的持有成本模型。假定持有成本中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有利息成本的发生，并假设年利息为 10%。假设交易者认为即期现货商品价格相对于期货合约价格偏低，于是借款在现货市场买入现货，在期货市场上做空头，进行现货持有套利，结果如表 4－2 所示。

表 4－2　现货持有套利

市场价格：		
1 月黄金现货价格		400
12 月黄金期货价格		450
年利率		10%
T＝0	借入现金 400，年利率 10%	400
	购买 1 盎司黄金现货	－400
	卖出 12 月份 1 盎司黄金期货	0
	现金流合计	0
T＝12	从仓库提出 1 盎司黄金	0
	用黄金交割期货合约	450
	归还贷款本利	440
	现金流合计	10

由于在完全竞争市场中，此种套利机会不可能存在，因此，必然有：

$$F_{0,t} \leq S_0(1+c) \qquad (4.1)$$

$F_{0,t}$：在 T＝0 时的到 T＝12 时交割的期货合约价格；

S_0：在 T＝0 时的现货价格；

C：持有成本占现货价格的比重。

如果套利者认为即期的现货价格相对于期货价格偏高，套利者将做现货的卖空交易和期货多头以套期牟利：在现货的卖空交易中，套利者出售从别处借来的商品，将销售收入再投资的同时，在期货市场上，套利者买入相应商品的期货合约，并持有期货合约以确保将来能以一定的价格买进现货，将期初借入的商品归还给别人，这种套利称为反向现货持有套利。结果如表 4－3 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－3　反向现货持有套利

市场价格：		
1 月黄金现货价格		420
12 月黄金期货价格		450
年利率		10%
T＝0	借入并卖出 1 盎司黄金现货空头	420
	贷出现金 420，年利率 10%	－420
	买进 12 月份 1 盎司黄金期货	0
	现金流合计	0
T＝12	回收贷款本利	462
	交割期货合约，买入 1 盎司黄金	－450
	归还黄金	0
	现金流合计	12

同样，由于在完全竞争市场中，此种套利机会不可能存在，因此，必然有：

$$F_{0,t} \geq S_0(1+c) \qquad (4.2)$$

$F_{0,t}$：在 T＝0 时的到 T＝12 时交割的期货合约价格；

S_0：在 T＝0 时的现货价格；

C：持有成本占现货价格的比重。

由（4.1）、（4.2）可知，

$$F_{0,t} = S_0(1+C) \qquad (4.3)$$

$F_{0,t}$：在 T＝0 时的到 T＝12 时交割的期货合约价格；

S_0：在 T＝0 时的现货价格；

C：持有成本占现货价格的比重。

2. 期货、期货持有成本模型

同样可以利用期货与期货之间的套利行为，确定用较近期交割的期货合约价格表示较远期交割的期货合约价格的持有成本价格模型。如果较近期货合约价格加现货持有成本相对小于较远期货合约价格，交易者就可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行获取无风险利润的套利交易，如表 4－4 所示。

表 4－4 期货－期货持有套利

市场价格：		
一年期的黄金期货价格		400
二年期的黄金期货价格		450
年利率		10%
T＝0	买进一年期的黄金期货合约	0
	卖出二年期的黄金期货合约	0
	签订一年后借入 400，利率为 10% 的合约	0
	现金流合计	0
T＝12	借入 400	400
	交割一年期黄金合约，收入黄金现货	－400
	仓储黄金	0
	现金流合计	0
T＝24	从金库提出黄金交割二年期黄金合约	450
	归还借款本利	－440
	现金流合计	10

但是无风险套利的机会在完全竞争的市场里是不存在的。所以较远期的期货合约的价格必须小于或等于较近期的期货合约的价格加相应的商品现货持有到 T＝24 时的成本。这是持有成本模型的第三个规定：

$$F_{0,d} \leq F_{0,n}(1+c), d > n \tag{4.4}$$

$F_{0,d}$：在 t_0 时的较远期交割的期货合约的价格；

$F_{0,n}$：在 t_0 时的较近期交割的期货合约的价格；

C：持有成本的比重。

但是，如果较近期货的价格加现货持有成本大于较远期货合约的价格时，也会引起反向的套利行为。交易者将会利用现货空头卖出，进行较近期货的卖空和较远期货的买空套期牟利，如表 4－5 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-5 反向期货期货持有套利

市场价格：		
一年期的黄金期货价格		440
二年期的黄金期货价格		450
年利率		10%
T=0	卖出一年期的黄金期货合约	0
	买入二年期的黄金期货合约	0
	签订一年后以年利率 10% 贷出 440 的合约	0
	现金流合计	0
T=12	借入一盎司黄金	0
	交割一年期黄金合约	440
	将收入贷出	-440
	现金流合计	0
T=24	收回贷款本利	484
	交割二年期黄金期货合约	-450
	归还一盎司黄金	0
	现金流合计	34

较近期货合约的价格加持有成本相对较远期货合约的价格过高时，交易者就可以进行无风险的套利交易。然而这种机会在完美的市场里也是不存在的。所以，较远期的期货合约价格又必须大于或等于较近期的期货合约的价格加持有成本。这是持有成本模型的第四规定：

$$F_{0,d} \geq F_{0,n}(1+c), d>n \quad (4.5)$$

$F_{0,d}$：在 t_0 时的较远期交割的期货合约的价格；

$F_{0,n}$：在 t_0 时的较近期交割的期货合约的价格；

C：持有成本的比重。

综上所述，在完美市场中，利用排除无风险套利机会的推理方法，我们可以得出结论：

$$F_{0,d} = F_{0,n}(1+c), d>n \quad (4.6)$$

三、非完美市场的持有成本模型

影响期货价格偏离完全持有成本市场的因素是：直接的交易成本、借贷利率的不等性、卖空操作中的保证金和限制条款、商品仓储期的限制、供给的规模、生产和需求的季节性以及灵活偏好收益等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面将讨论以上的因素对持有成本模型的修正和无套利区间的确定。

1. 直接的交易成本

在现实的市场里,无论是场外交易者还是场内交易者都必须交纳一定的交易费用,才能进行交易。因此,如果考虑到交易费用,并假设交易费用的比例是3%,而且仅发生在现货市场。那么,表4-6的套利行为就不会发生。

表4-6 考虑直接交易成本后的现-期货套利

市场情况:		
一月黄金现货价格		400
12月黄金期货价格		450
交易费用比例		3%
T=0	借入现金412,年利率10%	412
	购买一盎司黄金现货	
	并交纳交易费用12	-412
	卖出12月份1盎司黄金期货	0
	现金流合计	0
T=12	从仓库提出1盎司黄金	0
	用黄金交割期货合约	450
	归还贷款本利	453.2
	现金流合计	-3.2

在本例中,持仓费用为购买现货支出加交易费用,再加持有费用的利息。即:

$$F_{0,t}=S_0(1+E)(1+c)=400(1.03)(1.1)=453.2$$

由于有交易费用的产生,因此在其他条件不变的情况下,套利者亏损3.2。所以,即期的期货价格如下式所示。套利者将因套利亏损而不会进行现货持有套利,套利者对现货和期货既没有需求也没有供给,期货价格处于无套利界限内。

$$F_{0,t}\leq S_0(1+E)(1+c) \tag{4.7}$$

$F_{0,t}$:到t时交割的期货合约在t_0时的期货价格;

S_0:在t_0时的现货价格;

C:持有成本占现货价格和交易费用之和的比重;

E:交易费用占现货价格的比重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面再分析反向套利交易的情况：

表4-7 考虑直接交易成本后的反向现-期货套利

市场情况		
1月黄金现货价格		420
12月黄金期货价格		450
利率		10%
交易费用率		3%
T=0	借入并卖出1盎司黄金现货空头	420(1-3%)=
并付出交易费		407.4
贷出现金407.4,年利率10%		-407.4
买进12月份1盎司黄金期货		0
现金流合计		0
T=12	回收贷款本利	448.14
交割期货合约,买入1盎司黄金		-450
归还黄金		0
现金流合计		-1.86

由表4-7可知,此时交易者做反向套利也将亏损1.86,故期货价格如下式所示,套利者也将退出套利。

$$F_{0,t} \geq S_0(1-E)(1+c) \quad (4.8)$$

$F_{0,t}$:到t时交割的期货合约在t_0时的期货价格;

S_0:在t_0时的现货价格;

C:持有成本占现货价格和交易费用之和的比重;

E:交易费用占现货价格的比重。

当在t时交割的期货合约在t_0时的价格大于或等于

$S_0(1-E)(1+C)=420(1-3\%)(1+10\%)=448.14$时,套利者将亏损。

如此,可以归纳出在有交易成本的条件下,持有成本模型的期货价格的上下界限如下:

$$S0(1-E)(1+C) \leq F_{0,t} \leq (1+E)(1+C) \quad (4.9)$$

在这个区间里没有套利行为发生．期货合约的均衡价格不再是一个确定的值而是一个区间。假设期货价格突破上限,套利者可以借款买进现货出售期货,进行现货持有套利;反之,如果期货价格突破下限,则会引起反向现货持有套利,投机者就会空头卖出现货,将收入贷出,同时买进期货,做多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头套期牟利。这样的套利，就会使现货价格相对于期货价格下降，而期货价格上升，最后期货价格返回到无套利机会的界限内，如图 4－3 所示。

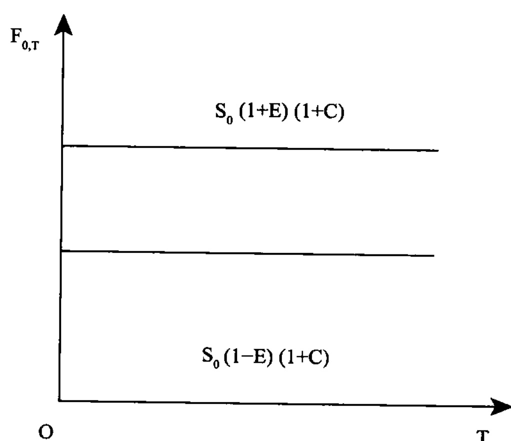


图 4－3 期货价格无套利区间

结论：

（1）交易成本越高，期货价格的无套利机会的上下界距离越宽。

（2）不同交易者的期货价格无套利区间不同。

交易者面临的交易成本是决定期货价格的无套利界限的因素之一。在完美市场里，曾假设交易者们具有同样的交易成本。事实上，不同的交易者的交易成本是不同的。例如，场外交易者支付的交易费用大大高于场内交易者。所以，不同的交易者，期货价格的无套利机会的界限也是不同的。

（3）期货价格的无套利机会的界限由市场上最低的交易成本确定，即准套利确定。准套利是指支付交易成本最低的、潜在的套利。

2. 借贷利率的不等性

在完美市场里，假定所有交易者都能以无风险利率借贷，而在现实的市场中，这种假设是不存在的。一般而言，借款和贷款的利率是不相等的，借款利率大于贷款利率。在现货持有套利中，套利者借入资金，而在反向套利中，套利者是贷出资金。由于借贷利率的不等性，期货价格的无套利机会的上下界限将会进一步扩大。

$$S_0(1-E)(1+C_L) \leq F_{0,t} \leq S_0(1+E)(1+C_B) \qquad (4.10)$$

其中：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

C_L:贷出款利率;

C_B:借入款利率;

$C_B > C_L$

例如:续前例,假设借入利率为12%,贷出利率为8%,这样无套利机会的上限为:

$$F_{0,t} \leqslant S_0(1+E)(1+c_B) = 400(1.03)(1.12) = 461.44$$

无套利机会的下限为:

$$F_{0,t} \geqslant S_0(1-E)(1+c_L) = 400(0.97)(1.08) = 419.04$$

3. 空头卖出的限制

由于套利交易将现货价格和期货价格、较近交割的期货价格和较远交割的期货价格紧密地联系起来,所以,任何限制套利交易进行的因素,都可能导致商品的价格偏离完全持有成本市场价格。持有成本模型的论述表明:空头卖出的操作可以限制期货价格无套利界限的向下扩大。如果不允许空头卖出的操作或者对空头卖出的操作有非常严格的规定,反向现货持有套利的操作就无法进行,期货价格的无套利区间底界将不存在,期货价格便会更加偏离完全持有成本的公式。在现货市场中,市场对商品空头卖出的操作的限制是非常严格,有时甚至是不允许的,而对金融商品的空头卖出的操作则是允许的,所以,金融商品的价格特点比较符合完全持有成本市场。

另外,在完美市场的分析里,假设套利者可以进行现货的空头卖出的操作,并能够利用从此交易中得到的百分之百的资金。实际上,在现实的市场上,做空者向他的经纪人借入商品或证券,例如股票,然后以自己的名义卖出,得到资金。但是做空者只能使用由此获得的部分资金,例如50%,而不是100%。因为如果做空者能够使用全部资金,他的经纪人将处于极危险的境地。一旦做空者卷款潜逃;或者市场行情上扬,做空者因亏损而无力归还,经纪人将束手无策。所以,市场对空头卖出的交易有非常严格的约束,对许多商品,是不存在空头卖出的操作的,做空者只允许使用规定比例的卖空收入。

4. 商品的可仓储限制

商品的可仓储性也是影响持有成本价格的一个重要因素。仓储期比较短的商品,就可能限制套利交易的实施,从而割断了这种商品现货价格和期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货价格之间的联系，导致商品的价格偏离完全持有成本市场。不同的商品可仓储的时间长短限度不同，比较而言，黄金的仓储时间是无限度的，而有的商品如小麦、玉米、大豆等，其仓储时间是有限度的。商品仓储时间的限度致使某些套利策略无法实行。例如上例中，有的套利策略需要两年的时间。因而，商品的仓储时间限制会影响它们的期货价格无套利机会的界限，使无套利区间进一步扩大。

5. 供给的规模

如果商品的供给相对于消费量是十分充裕的，那么这种商品期货价格是比较接近完全持有市场的。因为在比较充裕的供给市场环境中，当套利者进行现货持有套利时，不会面临交易中的购买障碍使操作失败。例如世界黄金的供给比较充足，而铜的供给相对于需求量比较少，对铜的套利交易的实行可能会面临一定的障碍。所以黄金期货的价格大体上符合完全持有市场，而铜和其他一些工业原料的期货价格就不是完全持有市场的模式。

生产和需求的季节性、暂时性的供求失衡也会引起正常价格关系的变形。主要表现在产品生产和消费的季节波动上。

6. 灵活偏好收益

当某种商品具有流动偏好收益时，该商品的价格也可能偏离完全持有成本市场。现货价格高于期货价格，较近交割的期货价格高于较远交割的期货价格。

如上所述，在现实的交易中，因为市场的不完美性和商品特点的差异性，商品期货价格将会偏离完全持有成本市场，处于一个无套利区间之中。而且这种区间的大小因商品不同而不同，有的期货商品处于高于完全持有成本市场，有的商品则处于低于完全持有成本市场。

第四节　黄金价格的历史走势



第二次世界大战结束后，建立了布雷顿森林体系，黄金与美元保持固定兑换比例：1 盎司黄金兑换 35 美元，黄金价格相对稳定。由于经济高速增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，而黄金供应增长相对来说比较慢，再加上美国的巨额贸易逆差，使得大量美元外流，美国的黄金储备相对不足，美元与黄金的固定兑换比例难以维持。1971 年 8 月 15 日，美国总统尼克松宣布关闭黄金窗口，停止各国政府或中央银行持有美元前来兑换黄金，随即美元贬值，接下来黄金价格走势可以分为以下几个阶段：

一、20 世纪 70 年代金价飞速上涨

由于 20 世纪 60 年代后期，美国加大了越南战争的投入，国际收支进一步恶化，而美国的黄金储备增长却跟不上美元增长速度，各国政府纷纷要求用美元兑换黄金，布雷顿森林体系规定的固定兑换比例越来越难以维持。1973 年在美元大幅贬值的诱导下，再次引发了欧洲各国抛售美元抢购黄金的浪潮。在这个市场浪潮的冲击下，导致西欧和日本外汇市场不得不关闭 17 天，经过各国紧急磋商最后达成协议：西方国家放弃固定汇率，实行浮动汇率；黄金开始非货币化，成为可以自由拥有和自由买卖的商品，黄金价格由市场供求决定。多年来受到压制的黄金价格终于进入了一个飞速上涨的时期。

在 20 世纪 70 年代，美国和其他西方国家的通货膨胀率急剧升高，加上美国黄金市场的建立和发展，美国投资者在被禁止从事黄金交易数十年后，重新获得可以拥有黄金的权利，交易商和个人投资者认定这些将极大地增加对黄金的需求，因而倾囊买进。金价继续不断攀升，新的历史最高价格不断被刷新。高通胀率引发了美国和其他国家严重的经济衰退：高失业率和破产风潮是当时最突出的世界经济景象。经济的不景气促使投资者寻找保值的投资手段，而黄金是抵抗通货膨胀比较好的投资工具，于是投资者纷纷购买黄金，不断刺激着黄金价格的上升。1979 年，黄金市场出现了买方力量大有不管任何人抛出多少黄金就吃下多少黄金的气势，迫于强大的市场购买力的压迫，美国和国际货币基金组织被迫压缩了原定的黄金拍卖计划，不久就彻底放弃了这项计划。1979 年上半年黄金价格引人注目地涨过了 360 美元/盎司，但随后黄金价格的上涨速度更是超出了人们的想象。1979 年夏季，世界通货膨胀情况迅速恶化，美国政府的债务也以惊人的速度增长，黄金价格也不断增长。1979 年下半年，黄金价格不断攀上一个个高价位，400 美元/盎司、500 美元/盎司、600 美元/盎司、700 美元/盎司，一个个以前不敢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想象的价格被市场力量迅速创造出来。最后在 1980 年 1 月 21 日，黄金价格被推上了有史以来最高水平：873 美元/盎司。

二、黄金的 20 年熊市（1980—2000）

任何金融产品的价格经过爆发性的大牛市暴涨过后，价格都会大幅回落，股票、石油、房地产等都是这样，黄金价格也不例外。在创造出令人眩目的 873 美元/盎司的价格后，黄金出现大幅震荡性回落，同时美国的通胀率从接近 20% 降到 1982 年的 5% 左右，黄金价格随之跌落到 300 美元/盎司才止住。

在黄金短暂的爆发性飙升牛市随后的二十多年里，黄金价格出现了长时间的价格回归。同时世界经济通涨的压力减少了，进入了经济发展的最好时期，美元经过大幅贬值后，再次坚挺起来，充当了世界货币的角色。也许因为黄金 70 年代末的牛市涨幅太大了，所以后来的价格调整周期也就非常的漫长。黄金价格从 1980 年之后，一直处于熊市下降调整通道中，这种价格调整绵延了漫长的二十多年。但毕竟黄金的特殊性质和功能是不一般的，价格的波动还是相对温和的，平均来讲黄金价格在每盎司 300—450 美元区间波动。在 1999 年 8 月黄金价格创下这轮熊市的最低价：251 美元/盎司。

三、黄金进入牛市

进入 21 世纪，随着互联网泡沫的破灭，美国经济结束了长达 10 年以“高增长率、低通货膨胀率、低失业率”为特征的“新经济”持续增长阶段，美元开始对主要货币贬值，黄金价格开始进入了上升通道。随后发生了 9·11 事件，受此影响美国实行先发制人的反恐战略，先后入侵阿富汗、伊拉克，打击了塔利班武装，推翻了萨达姆政权，国际政治关系从此步入了动荡的新纪元。随着这一系列政治经济事件的发生，国际政治、经济、金融风险逐步显现，投资者又纷纷涌向比较安全的投资产品——黄金。黄金需求不断增大，于是黄金价格持续上扬，2002 年 4 月份再次超过 300 美元/盎司，然后在 2003 年 12 月份到达了 400 美元/盎司，接下来几年黄金价格稳步增长，特别是进入 2007 年以后，黄金价格增长速度加快，更是在 2008 年 3 月 14 日突破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1000 美元/盎司，最后黄金价格在 3 月 17 日到达 1032 美元/盎司，创下最高黄金价格的纪录。如图 4－4 是自 1971 年 1 月至 2009 年 11 月期间黄金价格的走势。



图 4－4　1971 年 1 月至 2009 年 11 月黄金价格走势图

数据来源：万德咨询

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　黄金期货投资的基本分析

本章在分析黄金期货价格的影响因素基础上，通过构建模型预测黄金期货价格走势。首先分析了影响国际黄金期货价格的主要因素。国际黄金价格主要受美元走势、石油价格、国际主要股票市场走势及世界通货膨胀的影响。我国的黄金期、现货价格走势趋于一致，其价格变动首先是受国际金价波动的影响，其次人民币汇率和股市的波动对国内金价也有重要影响。黄金价格也受其供给情况的影响，但由于黄金供给波动较小，每年新增的黄金量相对于现存的总量比例较小，因此其影响较微弱。其次采用协整理论和 VAR 的 Granger 因果关系检验做建模分析，实证检验各变量对金价的影响。单位根检验结果显示，选取的样本序列均为一阶单整；Granger 因果检验显示，美元指数是黄金期货价格的 Granger 原因，国内黄金期货价格不是现货价格的 Granger 原因。最后运用多种模型进行黄金期货价格的预测，并分析比较了各预测方法的有效性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节　影响国际黄金价格的主要因素

20世纪70年代以前，黄金与美元保持固定的兑换比例，国际上黄金价格比较稳定；70年代后期，黄金价格不再与美元直接挂钩，黄金价格逐渐市场化了。由于大量投资者包括套期保值者、套利者和投机者参与黄金期货市场，黄金期货价格时刻都在变化，是什么因素促使投资者交易的？是对未来金价的预期。各类交易者不断根据各种信息改变对未来金价的预期，并下达各种交易指令，从而使黄金价格随着投资者的买卖指令不断变化。本节将介绍影响黄金价格的因素，正是这些因素改变了投资者对未来黄金价格的预期。

我国的黄金现货市场始于2002年10月，而期货市场是2008年1月才开始的。由于市场还处于成长发育时期，因此其价格必然受国际黄金价格的影响甚至是决定。全球的黄金市场主要分布在欧、亚、北美三个区域。各大金市的交易时间彼此相连，一个交易所的尾市价格会影响下一个交易所开市价格，形成伦敦、纽约、东京等交易所24小时不停的交易。

伦敦黄金市场和纽约商品交易所（COMEX）是最具国际影响力的黄金市场。其中，伦敦金市是目前世界上最大的黄金现货市场，其交易时间为北京时间16:00至次日1:00，并在18:30和23:00公布黄金现货定盘价。伦敦金市具有定价权威，且影响力大，买卖价格统一，是金商进行清算和期权进行定价的标准。

纽约商品交易所是全球最大的黄金期货交易市场，它的黄金交易往往可以主导全球金价的走向。其场内交易时间为北京时间20:50至次日3:35，在其余的18个小时里，纽约商品交易所黄金合约仍可以通过全球电子交易系统进行交易，几乎24小时都可以满足世界各地投资者的交易需求。

长期以来国际金价主要受到以下几方面因素的影响：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、国际地缘政治事件

上世纪七十年代货币本位由黄金本位转换为信用本位后，国际政治军事局势变动成为影响黄金价格走势的一个重要因素。故地缘政治事件成了短期内黄金价格暴涨暴跌的主要原因。国际上重大的政治、军事事件都将影响黄金价格，因为此类事件的发生，往往会造成当地资金的外逃，而最好的避难所就是投资黄金，所以造成黄金价格的波动。例如：20 世纪 70 年代，中东战争期间，黄金价格大幅上涨，并随着事态的平息又回落，后来又由于苏联入侵阿富汗和两伊战争的爆发等国际重大地缘政治事件，黄金价格在 1980 年初创下 873 美元的历史高价。2001 年的 9・11 事件的发生，使得美国国际政治和军事力量政策转向反恐，同时美国在反恐战略中奉行的先发制人战略，进一步加大了美国国际政治和军事力量发展的不稳定性。这导致美国这个信用泡沫蓄水池中的游资加速逃离美国，美元承受巨大的经济压力，致使开始新一轮的贬值，美元价值的变动直接影响国际金价。在 9・11 之前，黄金价格呈平稳上涨趋势，但 9・11 之后黄金价格突破平稳走势开始迅速上升，在一年内从原来的 280 美元/盎司涨到 340 美元/盎司，如图 5－1 所示。

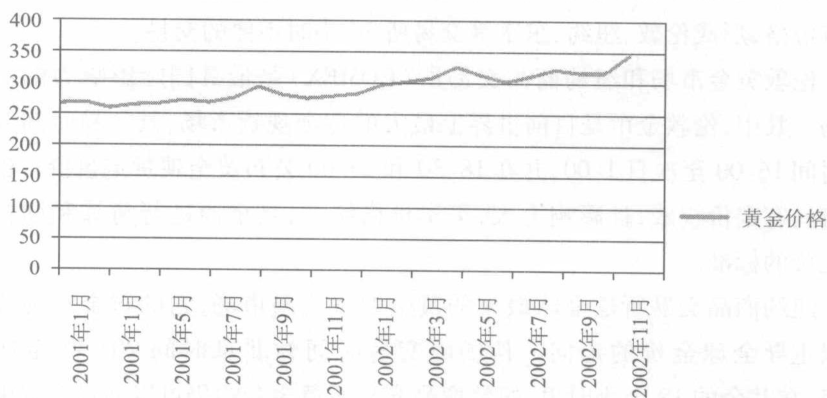


图 5－1　2001 年 1 至 2002 年 12 月伦敦金价格走势

数据来源：万德资讯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、美元走势

美元走势是影响黄金价格波动的重要因素。一般在黄金市场上，美元与黄金价格走势呈负相关，即当美元走强时，国际黄金价格下跌；反之，当美元走弱时，国际黄金价格上升。美元对黄金价格的影响主要是通过两个方面传导的；一方面，美元是国际黄金价格的标价货币，这就决定了黄金价格与美元走势之间的反方向关系。在美元疲软时，以美元标价的黄金价格就相对上涨；反之，美元走强则金价下跌。另一方面，美元和黄金是可以相互替代的投资工具：通常投资人在进行价值投资时，取黄金就会舍美元，取美元就会舍黄金。如果美元的走势强劲，投资美元就会有更大的收益，那么黄金的价格就可能下跌；相反，在美元处于弱市的时候，投资者为了避免美元下跌的风险，就会抛售美元买入黄金，从而导致金价的上涨。20 世纪 70 年代黄金走强，在 1980 年初金价到达历史最高水平，突破 800 美元/盎司，这与美元的持续贬值关系很大。

再如 2007 年次贷危机暴发以后，美国经济放缓，市场对经济前景的预期比较悲观，美联储为了刺激经济增长，减小次贷对经济的冲击，多次降低利率，美元贬值，黄金价格从原来不到 700 美元/盎司一路飙升，一度突破 1000 美元大关。但伴随着美国一系列经济政策的实施，相关政策效果显现，美国近期公布的相关经济数据有所好转。这一方面使市场对美国经济前景预期没有之前那么悲观，黄金避险作用有所降低；另一方面，美国经济状况好转刺激美元强势反弹，打压金价走势。如果美国近阶段不出现新的重大负面数据，那么美元走势有望延续上扬行情，而金价走势将不容乐观。在金价近阶段的整理中，美国等经济数据的好坏都会及时反映到黄金价格的变化上。

分析美元走势的指标是美元指数。美元指数是一个由美元与其它各种货币汇率构成的加权指数，它通过计算美元相对选定的一揽子货币的综合的变化率，来衡量美元的强弱程度。如果美元指数下跌，说明美元对其他的主要货币贬值。美元走势对黄金价格的影响，通常都是通过美元指数与世界金价之间的涨跌变化来进行分析的。

在美元指数的一揽子货币之中，美元兑欧元汇率的比重最大。在欧元区整体经济实力增强的背景之下，欧元的地位开始上升，欧元在世界货币体系中的作用开始增强，在外汇市场中往往呈现出欧元与美元此消彼长的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形，这对黄金价格会造成重大影响。如2008年7月中旬以来黄金价格下跌的关键性原因在于美元指数的强势反弹，而其背后原因是欧元区经济相对疲软，市场对欧元区经济前景产生悲观预期，进而使得欧元大幅下滑，推动美元指数强势上扬。

影响美元走势的一系列因素都可能对金价构成影响。影响美元走势的因素是多方面的，包括政治、经济、军事等。具体来说，美国国民生产总值、国际收支、通货膨胀以及利率等重要变化都会对美元走势产生重要影响，战争、武装冲突、政府选举等也都有可能会影响美元走势。我们在分析这些因素对黄金期货价格的影响时，不仅要看到这些因素自身对金价的影响，还要分析这些因素通过美元走势传导到黄金价格上的影响作用。从图5-2中可以看出，伦敦金价与美元指数基本呈相反趋势：美元指数上扬时，伦敦金价下行；而当美元指数下跌时，金价呈幅度相当的上升。

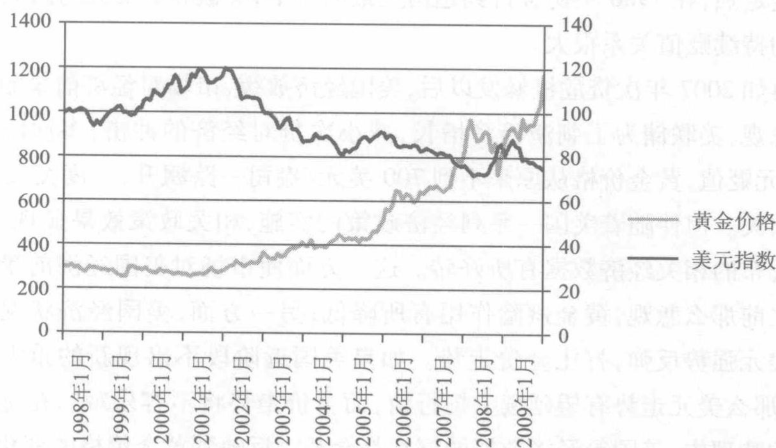


图5-2　1998年1月到2009年11月美元指数和黄金价格月度走势图

数据来源：万德咨询

图中的历史数据证明：美元走势和黄金价格变化确实是呈反向的关系。

三、石油价格

石油是重要的战略和经济资源，高油价通常被视为通货膨胀的预兆，石油价格的上涨往往使得以石油为原料的生产成本上升，加大通货膨胀压力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐渐拉高物价。而黄金具有良好的抗通胀性和保值性，是通货膨胀的对冲工具，在通货膨胀明显的时期，常被加入投资组合，因此高通胀时期，金价通常上涨。如 1997 年东南亚金融危机，印尼的金价在 7 个月内上涨了 375%。

另一方面，受石油价格影响的石油输出国对黄金的运作引发黄金价格同向波动。当油价上涨时，这些石油生产大国手中就会留存巨额的石油美元，为了转移风险，石油输出国往往将石油美元中极大的一部分投入到国际金融市场上去，而黄金是规避风险、投资保值的优良工具，自然成为产油国青睐的对象。产油大国如沙特、阿联酋、科威特等大多集中在海湾地区，多为阿拉伯国家，它们对石油美元的操作常具有同向性，这样一笔巨大的资金被集中操作，对国际金融市场的影响将非常大。

当石油价格上涨后，产油国所持有的石油美元会迅速膨胀，于是这些国家提高黄金在其国际储备中的比例，从而增加了对黄金的需求。由于石油美元数额巨大，石油输出国操作集中性强，推动了黄金价格的上涨；当石油价格低迷时的情况正好相反。更严重的是，若石油价格低到大大影响其整个国民经济时，如石油收入不足以弥补其进口支出，那么石油生产国则通过削减一部分黄金储备，确保本国经济正常发展。但这种削减无疑是扩大了黄金市场的供给量，从而影响黄金的价格，有时它们甚至低价抛售黄金，进而加剧了黄金价格的下跌。

这样的情况在 2005 年表现得尤其明显。2005 年，金价与油价都大幅上扬，为石油输出国带来极其丰厚的收入，特别是中东地区国家的黄金需求也随着石油收入的大幅增加而增加。根据世界黄金协会的统计，2005 年中东地区的黄金投资需求同比增长了 38%，其中几个重量级产油国对黄金的投资需求尤为强烈：阿联酋的黄金需求增长率达到 33%，沙特的黄金需求增长率同比增加 82%，埃及的增长率高达 150%。由此可见，这些来自中东的石油美元推动了黄金投资需求增长，从而推动了金价的上升。

黄金价格与石油价格基本呈正向联动关系，除了几次背离行情外，金价和油价几乎同时涨跌，有多次默契的合作。如自 1980 年到 2001 年，黄金与石油价格长期走势的低位区长达 20 年左右，基本处于同一时段。从上述分析中可知石油价格变化要领先于黄金价格的变化，图 5－3 为 1986 年 7 月到 2009 年 11 月份石油价格和黄金现货价格走势图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

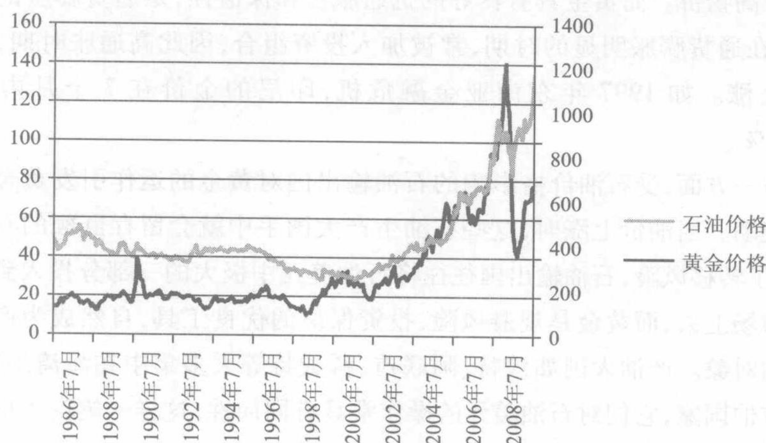


图5-3　1986年7月到2009年11月份石油价格和黄金现货价格走势图

数据来源：万德咨询

从上图可以看出，历史数据证明：黄金价格和石油价格具有一致的走势。即黄金价格上涨时，石油价格在同期也会有上涨趋势。

四、通货膨胀的影响

根据程度的不同，通货膨胀可以分为爬行通货膨胀、温和性通货膨胀、奔腾通货膨胀等类型，不存在绝对的零通货膨胀。对于爬行通货膨胀，即通货膨胀率不超过2%，这是经济增长过程中正常的通胀率，不会让投资者有强烈的反应，对黄金价格不会有大的影响。但当通货膨胀率超过经济允许范围时，投资者往往会选择保值资产，比如黄金等进行保值，从而造成金价上升。由此可见，金价与通货膨胀率是正相关的，即通货膨胀越厉害，金价也将上涨的越多，因为此时保值需求越大，购买的人越多。从长期来看，通货膨胀预期对金价的影响很大，当预期通货膨胀很高时，投资者早早的开始购买黄金进行保值，也会造成金价上升。

具体来看，上世纪70年代出现高通胀、恶性通货膨胀时，黄金价格也出现持续大幅上涨；而从上世纪80年代开始，通货膨胀率持续下降后，黄金走了近20年的熊市；本世纪以来，随着原油价格大幅飙升，带动大宗商品价格飞涨，出现了全球性通货膨胀，人们开始寻求黄金作为避险保值工具，黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又开始受到青睐，黄金价格不断上涨。

不过这中间存在一个现象，那就是黄金价格相对于其他大宗商品价格上涨有明显的滞后性。从2001年以来这波商品大牛市，原油价格涨了14.4倍，铜涨了6.6倍，而黄金仅涨了4倍，远远落后。因此有人认为黄金对抗通货膨胀的作用也有滞后性。事实上往往是大宗商品价格大幅上涨到一定程度时，人们才真切感受了物价飞涨给自己生活带来影响，这时才会认识到通货膨胀来了，也才会想到寻求黄金进行避险保值，黄金价格才开始持续大幅上涨。

图5－4是2002年6月到2009年10月美国物价指数和黄金现货价格月度数据产生的走势图：

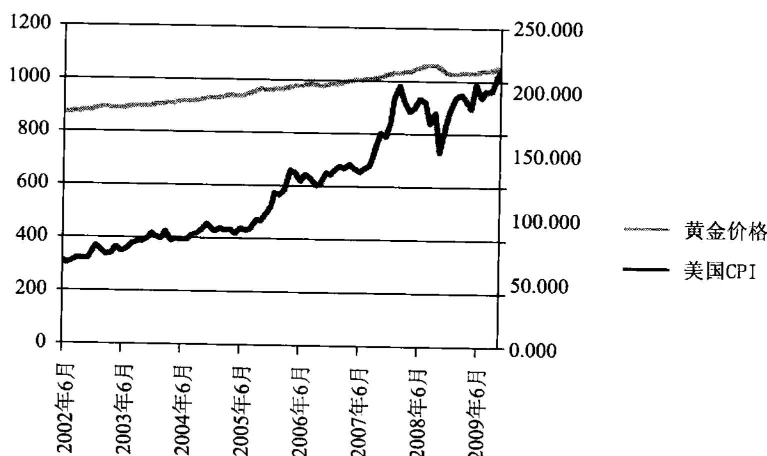


图5－4　2002年6月到2009年10月美国物价指数和黄金现货价格月度走势图

数据来源：万德咨询

从图中可以看出，美国物价指数与黄金价格有一致的走势，说明通货膨胀对黄金价格产生正向影响。

五、其他金融产品价格

关于股票价格走势与黄金价格的反向关系已经被多数研究所证实，但必须明确的是这种关系是发生在影响力最大的股票指数上，如道·琼斯指数，而没有体现在所有的重要股票指数上。不同指数的表现差异很大，不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能所有的股票指数都与黄金价格有明确的变动关系。这里我们以一个两年期的黄金价格和道·琼斯指数每日走势为例，找出它和股价（以道·琼斯工业平均指数表示）的关系。

股票市场对金价产生影响，一般来说股市走势与黄金价格呈反向关系。即股市下跌，黄金价格会上升；反之，当股市上升时，黄金价格会下降。因为股票市场反映了投资者对经济发展前景的预期，如果市场普遍看好经济前景，则资金会流向股市，黄金价格下跌；反之，当市场看淡经济前景时，资金会从股市流出，投资黄金市场，造成黄金价格上升。

图 5－5 是从 1971 年 1 月到 2009 年 11 月黄金现货价格和美国道·琼斯指数月度数据走势图：

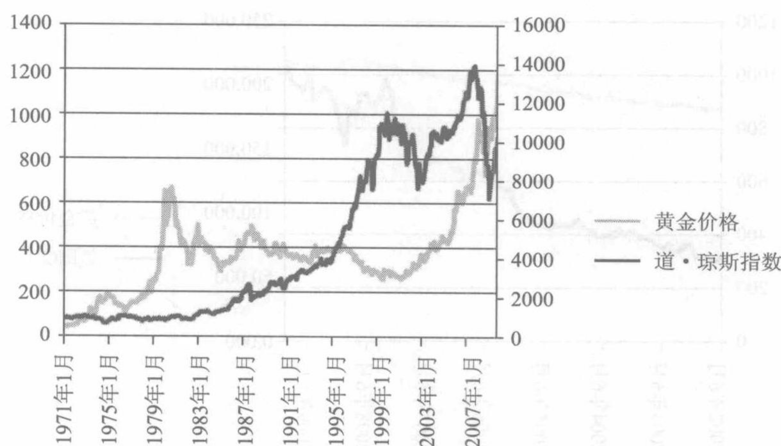


图 5－5　1971 年 1 月到 2009 年 11 月黄金现货价格和美国道·琼斯指数月度走势图

数据来源：万德咨询

从上图可以看出，历史数据证明，主要的股价指数与黄金价格走势相反：当黄金走强时，股价会有下跌的趋势；反之，黄金走弱时，同期股价指数有上升的趋势。

六、各国的货币政策

各国的货币政策与国际黄金价格密切相关，货币政策对黄金价格造成双重影响。例如：当一国采取宽松的货币政策时，由于利率下降，该国的货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币供给增加，一方面加大了通货膨胀的可能性，会造成金价上升；另一方面，利率下降，信贷增加将促进经济发展，资金流向与经济建设相关的资产，造成金价下降。所以，最终货币政策对黄金价格的影响要看两者力量的对比。

除了上述因素以外，国际金融组织的干预活动，本国和地区的中央金融机构的政策法规、投资者的心理预期等也会对世界黄金价格产生很大的影响。

七、黄金的供求关系

除上述主要因素外，黄金作为一种商品，其价格与供需情况直接相关。

黄金供应主要来自于矿产金、再生金、中央银行售金。矿产金是来自金矿开采而得到的黄金，是最主要的黄金供给，每年新增矿产金超过 2000 吨。目前最大的产金国是南非，年产量为 500 吨左右。再生金指的是首饰等回收后再投入黄金市场，这种金的数量跟金价密切相关。当金价高时，再生金数量就会增加；反之，当金价低时，再生金数量就会降低。中央银行售金指各国中央银行出售储备金而增加的黄金。中央银行是世界上黄金的最大持有者，往往为了解决本国的财政赤字或调节储备资产的结构，或者为了调节黄金市场的价格，将部分储备金出售，使得市场上黄金供应增加。

黄金需求包括实物黄金需求、保值需要、投机性需求。首先，实物黄金需求指将黄金应用于生产生活。例如：珠宝首饰行业的需求，这部分需求占了全球实物黄金需求的 80% 以上，每年的需求量为 1200 吨左右；牙医需求，每年有近 100 吨的黄金用于牙医；工业需求，在电子工业、航天工业等领域，每年大约要消耗掉 80 吨左右的黄金。其次是保值需求，黄金储备一向被央行用做防范国内通货膨胀、调节黄金市场的重要手段。而对于普通投资者，投资黄金主要是在通货膨胀的情况下达到保值的目的，这是因为在通货膨胀的宏观经济环境下，货币会贬值，由于黄金相对于货币资产保险，导致对黄金的需求上升，金价上涨，那么在通货膨胀时起到了保值的效果。最后是投机性需求，投机者根据国内国际形势，利用黄金市场的金价波动来赚取差价。

但由于地球上黄金的存量较为固定，每年新增的量相对于存量来说较小，且数量稳定。所以影响黄金供求的一个比较重要的因素是各国央行的黄金储备量。表 5－1 是截止 2008 年 9 月各主要国家的黄金储备量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

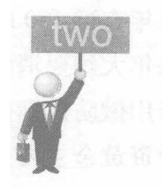
表 5－1　各主要国家的黄金储备量

序号	国家(地区)组织	数量（吨）	黄金占外汇储备%	序号	国家(地区)组织	数量（吨）	黄金占外汇储备%
1	美国	8133.5	76.1	11	中国台湾	423.3	3.3
2	德国	3412.6	63.2	12	俄罗斯	401.7	2.4
3	IMF	3217.3	—	13	葡萄牙	382.6	77.4
4	法国	2508.8	56.9	14	印度	357.7	3.8
5	意大利	2451.8	66	15	委内瑞拉	356.8	24.3
6	中国	1054	1.1	16	西班牙	337.1	40.7
7	瑞士	1040.1	43	17	英国	310.3	13.1
8	日本	765.2	1.8	18	奥地利	288.7	45.8
9	欧洲央行	641.7	24.4	19	黎巴嫩	286.8	32.1
10	荷兰	640.9	55.3	20	比利时	227.6	36.2

数据来源：国研网

中国目前外汇储备巨大，但其中黄金储备的比例却只有 1.1%，为了抵御美元风险，合理配置资产，央行就有必要提高黄金储备。但最近几年来，黄金供给的变化对黄金价格影响甚微，因此在下文分析时则不考虑黄金供给的变化。

综上所述，影响国内黄金期货价格的因素是多方面的，这些因素通过相互作用或连锁反应对黄金期货价格产生重要影响。这些因素中，国际黄金价格是决定国内黄金价格的主导因素，而国内黄金现货价格、人民币汇率和国内股市则是影响国内黄金期货价格的重要因素。



第二节　影响我国黄金期货价格的因素

由于黄金存在于一个全球性的市场，任何影响因素的变动都将迅速反映到各个市场的黄金市场价格上，所以各个市场的黄金交易有共同的影响因素。同时又由于各个市场有不同的交易规则、管理规则等，各自影响因素必定又有所差异。如我国黄金期货市场以人民币作为标价和交割货币，不同于国际上通用的美元标价，且我国黄金期货市场又限制国外投资者的自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由交易，所以我国黄金期货的价格走势必然要受到这些因素的影响，大致可以归纳为下面三方面：

一、国际黄金价格

目前，国际黄金市场的定价权主要由美国黄金市场和伦敦黄金市场所主导。我国国内黄金价格是依照国际金价来确定的，所以国内金价和国际金价有非常大的相关性。据统计，2007 年国际和国内黄金现货市场的价差基本上保持在 1% 以内，这充分说明国内金价和国际金价走势的一致性。影响国际金价的因素也会影响我国国内金价的变动，就像上面所分析的。国际金价影响因素有：地缘政治、美元走势、石油价格、全球黄金产量、主要国家股市、全球通货膨胀水平等，这些都会影响国际市场上黄金的供需关系，从而影响国际金价的变动。

图 5－6 为 2002 年 11 月至 2009 年 9 月伦敦黄金与上海黄金价格走势。

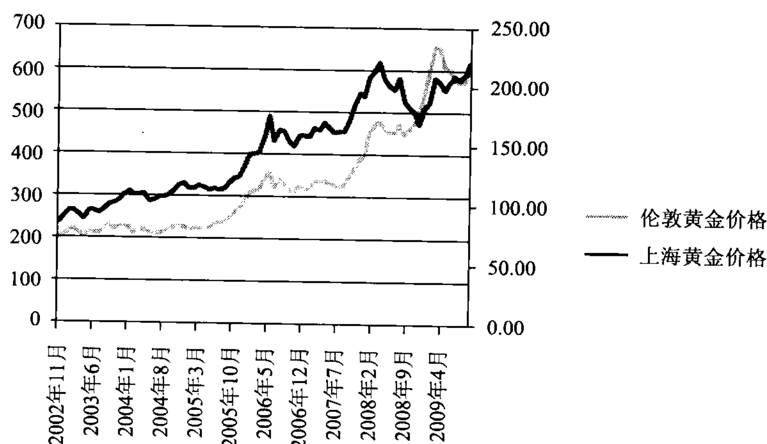


图 5－6　2002 年 11 月至 2009 年 9 月伦敦黄金与上海黄金价格走势

数据来源：万德资讯

二、黄金现货价格

目前我国黄金现货价格主要在上海黄金交易所形成，而国内黄金期货价格则由上海期货交易所主导。在黄金期货到期日之前，黄金现货价格和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货价格是不相同的，造成黄金现货价格和期货价格不相同的原因是时间成本或持仓成本等。即期货卖方需要持有实物黄金直到到期日交割期货合约，这中间产生的成本有黄金占用资金的时间成本，即把黄金卖出，所获得的资金可以投资获得无风险（国债）收益时，如果期货价格不能补偿这部分收益，那么就会产生无风险套利：当期货价格与现货价格之差小于这个这段时间产生的无风险收益，投资者可以通过卖出现货，投资所得资金到无风险资产（比如：国债），做多期货，到期后交割期货即可得到一些无风险收益，这种套利促使现货价格下降，期货价格上升，直到两者价差等于持仓成本；同样，当期货价格与现货价格之差大于这段时间产生的无风险收益时，投资者可以通过相反的套利交易促使两者价差等于持仓成本。所以在投资者考虑黄金期货价格时，除了要参考国际期货价格外，还要参考国内现货价格。

目前上海期货交易所的交割品实物规格与上海黄金交易所的现货实物规格基本一致，都为纯度 99.95% 的 3 千克金锭，这就为两个市场的实物流通和套利行为提供了便利条件。但目前两家交易所的仓单还不能实现互换，使得黄金期货和现货市场的相互流通增加了成本。

图 5－7 显示了 2008－2009 年中国黄金现货和期货价格走势。

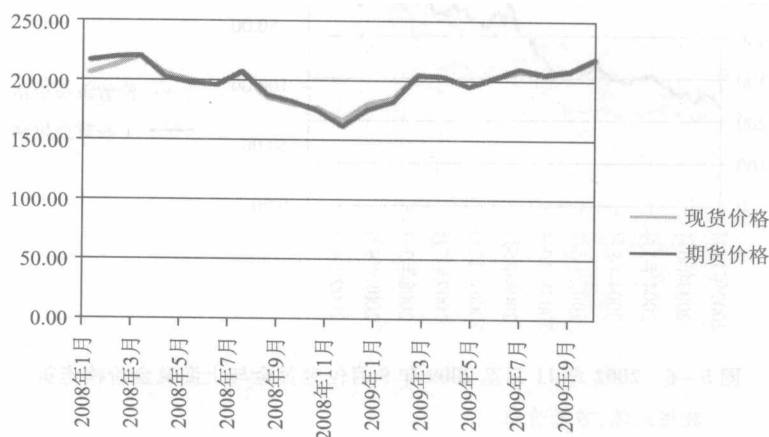


图 5－7　2008－2009 年中国黄金现货和期货价格走势

数据来源：万德咨询

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、人民币汇率

由于我国黄金以人民币作为标价货币，而国际黄金价格则是用美元作为标价货币的，如果人民币与美元保持固定兑换比例，那么投资国内黄金期货则不用承受汇率风险。2005 年 7 月 21 日，人民币放弃单一盯住美元的固定汇率制度，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币兑换美元的比例不再固定不变，投资国内黄金期货将要承受汇率风险，所以投资者在投资国内黄金期货市场时也要考虑汇率风险。我国金价不是国际金价的一个镜像，而是经过人民币汇率调整后的包含反映我国经济运行状况因素的价格。近年来人民币汇率一直保持升值趋势，人民币对美元的汇率在 2007 年上涨了 6.4%，也就是说以美元计价的金价如果用人民币计价就会减少一定的增幅。据统计，2007 年伦敦金价格上涨了 30.87%，而上海黄金交易所的 9995 金仅上涨 22.68%，上涨幅度减少了 8.19%，该数字高于人民币汇率的升值幅度。因为人民币/美元汇率在 2008 年年底跌至 6.64，这意味着人民币兑美元将升值 10%，故 2008 年国内金价涨幅落后于国际金价涨幅的 10% 左右。

四、股价指数

黄金和股票作为投资替代品，理论上走势应该相反，特别是在股市动荡时和物价上涨时，投资者出于保值目的，会抽离股市资金投资到具有保值效果的黄金市场上。但从数据来看，上证综指的走势与黄金价格走势并不呈现出反向变化，相反其总体表现出一致的趋势。这说明由于我国黄金期货推出时间不长，其还不具备定价权，黄金的价格主要还是受国际金价影响，而国内市场对其的影响相对有限。另一方面，由于市场规模还较小，交投不活跃：黄金期货刚上市的一月，交易额达到 2614.9 亿元人民币，随着黄金价格的下跌，交易量明显萎缩，2008 年 7 月的交易额只有 683.3 亿元，减少了四分之三，现在每天的交易额只有 3 亿元左右，仅为于纽约商品交易所黄金期货交易量的 10% 左右。公众对其保值功能的认可度也比较低。图 5 - 8 显示 2008 年 1 月至 2009 年 11 月中国黄金期货价格与上证综指走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

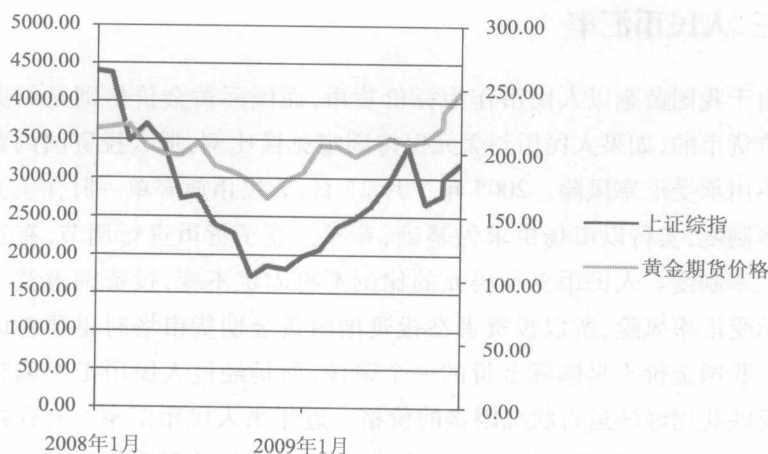


图 5－8　2008 年 1 月至 2009 年 11 月中国黄金期货价格与上证综指走势

数据来源：万德咨询

总之，影响国内黄金期货价格的因素是很多的，这些因素通过相互作用或连锁反应对黄金期货价格产生重要影响。这些因素中，国际黄金期货价格是决定国内黄金期货价格的主导因素，而国内黄金现货价格和人民币汇率则是影响国内黄金期货价格的重要因素。



第三节　黄金期货价格模型构建

一、变量的确定

上一节分析了黄金期货价格的影响因素，这些因素对黄金期货价格的影响程度各不相同，本节将对这些因素对黄金期货价格的形成做实证检验。

根据上节的分析，我们选择以下变量来表示影响因素，如表 5－2 所示。

1. 美元走势。我们用美元指数来衡量美元走势，美元指数是美元与六种主要国际货币的汇率加权得出的。其中欧元权重 0.576，日元权重 0.136，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英镑权重0.119,加元权重0.091,瑞典克朗0.042,瑞士法郎0.036。

2. 原油价格。我们用美原油指数来衡量石油的价格变化。

3. 通货膨胀。由于CPI指数是月度数据而我国黄金期货推出时间较短,可用数据过少,因此本文选用CRB指数,它是由美国商品调查局(Commodity Research Bureau)依据世界市场22种基本的经济敏感商品价格编制的一种期货价格指数。它包括了核心商品的价格波动,能总体反映世界主要商品价格的动态信息,因此是一种较好反映通货膨胀的指标。它不仅与通货膨胀指数在同一个方向波动,而且与债券收益率也在同一方向上波动。

4. 其他金融产品。我们用标准普尔指数表示主要股票市场走势。

除国际因素外,人民币汇率、上证综指、我国黄金现货价格的走势对我国黄金期货都有一定的影响。由于各数据的单位不一致,我们对各变量取其对数值。数据的期限为2008年3月21日到2009年10月30日,其来自于文华财经、wind数据库及国际黄金业协会(www.gold.org)。

表5-2 变量名表

变量	纽约黄金期货	美元指数	美原油指数	CRB指数	道琼斯指数	标准普尔指数	黄金现货	黄金期货	人民币汇率	上证综指
变量名	GOLD	USD	OIL	CRB	DOW	SP	GS	GF	EX	SZZZ

二、黄金期货价格形成机制一般性因素的实证检验

上海黄金期货价格存在着一个比较突出的现象——开盘的“跳空缺口”很多。从2008年1月9日到5月12日的81个交易日中,开盘的“跳空缺口”(高开或者低开)大于1%的交易日有36个,缺口大于0.5%的交易日有53个,分别占交易日总数的44.44%和65.43%,这是一个相当惊人的数字。而在同一时间段内,美国COMEX期金主力合约的跳空缺口却很小,在89个交易日内,超过0.5%的缺口只有9个,而大于1%的缺口只有2个。

与外盘交易时间的差异性是造成上海黄金期货如此多“跳空”缺口的原因。伦敦交易所交易时间为北京时间16:00至次日1:00,纽约商品交易所交易时间为北京时间20:50至次日3:35,而上海黄金期货交易所交易时间为9:00至15:00。欧美经济占国际经济的比重相当大,影响黄金价格的金融性因素多是发生在欧美国家。由于时差的存在,当这些因素改变时,欧美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金市场可以迅速反应，上海黄金市场由于处于闭市时间不能做出反应，只能在开市后根据欧美黄金市场已经确定的价格一次性的做出反应，造成开盘价格与前一日的收盘价格差异很大，出现“跳空”现象。

“跳空”现象说明上海黄金期货价格在形成时受到国际黄金期货价格（特别是纽约黄金期货价格）的影响较大，上海黄金期货价格的形成在现实中滞后于国际黄金期货价格。由于国际黄金期货价格已经反应了影响因素的变化，上海黄金期货价格开盘时直接参考国际黄金期货价格形成开盘价，造成“跳空”现象。由此我们可以认为国际黄金期货价格是决定上海黄金期货价格的首要因素。

下面分析纽约黄金期货价格的形成，首先对其影响因素变量进行相关性分析，结果如表 5－3。

表 5－3　各变量相关系数表

	GOLD	USD	OIL	SP	CRB
GOLD	1	－0. 87	0. 24	－0. 04	0. 40
USD	－0. 87	1	－0. 11	－0. 29	－0. 37
OIL	0. 24	－0. 11	1	－0. 32	0. 84
SP	－0. 04	－0. 29	－0. 32	1	－0. 08
CRB	0. 40	－0. 37	0. 84	－0. 08	1

从上表可以看出，黄金期货价格与美元指数呈强烈的负相关，美元的贬值，将显著地引起黄金价格的上涨，这主要是因为黄金价格是用美元标价的。石油价格和 CRB 指数与黄金价格呈正相关，且 CRB 的相关系数更大些；这是由于 CRB 指标中包含了石油的价格，其权数为 0. 18。这两个指标都间接和直接地反映了通货膨胀，由于通胀预期，人们更倾向于投资具有保值功能的黄金，使得黄金价格上升，这与上节的分析相符。标准普尔指数与黄金价格呈弱负相关，负号体现黄金与股票互为替代品的特性，但两者的相关性较弱。

我们采用协整理论及基于 VAR 的 Granger 因果关系检验方法探求黄金期货价格的形成机制，以期对投资者提供理论及实践的指导作用。

1. 数据的平稳性检验

如果时间序列$\{u_t\}$的均值、方差和自协方差都不取决于时刻 t，则称时间序列$\{u_t\}$是弱平稳或协方差平稳。如对非平稳的时间序列进行回归，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很可能产生伪回归而得到错误的结论。因此对时间序列进行分析前首先要进行平稳性检验。平稳性的常用检验方法是图示法与单位根检验法。图示法即对所选各个时间序列变量及其一阶差分作时序图，观察各个变量的时序波动是否表现出一种平稳性。单位根检验方法有很多，一般有 DF，ADF 检验，Philips 的非参数检验，KPSS 检验等，其中 Engle-Granger 的基于残差的 ADF 检验是最为常用的。应用 ADF 有两点需要注意，一是最优滞后阶数的确定，通常采用 AIC 准则与 SC 准则来确定；二是检验回归方程的选择，常数，常数和线性趋势或二者都不包括这三种情况。本文选择标准是，通过变量的时序图观察，如果序列中含有趋势，则选择常数和线性趋势这种形式，若不含则选择常数形式。

运用 ADF 检验上述变量，得到的检验结果如表 5－4 所示。

表 5－4　ADF 检验结果

变　量	ADF 值	Prob.	是否平稳
LNGOLD	－1.77	0.7147	非平稳
LNUSD	－1.47	0.8342	非平稳
LNOIL	－1.31	0.8807	非平稳
LNSP	－2.36	0.3962	非平稳
LNCRB	－1.13	0.9185	非平稳
ΔLNGOLD	－9.95	0.0000	平稳
ΔLNUSD	－11.19	0.0000	平稳
ΔLNOIL	－10.77	0.0000	平稳
ΔLNSP	－12.16	0.0000	平稳
ΔLNCRB	－10.21	0.0000	平稳

注：1% 临界值 = －4.04，5% 临界值 = －3.4497

各变量的原始数据都存在单位根，是非平稳数据，对数据作一阶差分处理后成为平稳数据，因此我们可以运用协整理论及向量误差修正模型来进一步考察黄金价格与相关变量的长期均衡关系。

2. 黄金期货价格与其他变量间的长期均衡关系

关于协整关系的检验与估计，目前有许多具体的技术模型，如 EG 两步法，Johansen 极大似然法，Gregory，Hansan（1996）法，自回归分布滞后模型法，频域非参数谱回归法，Bayes 方法等。Engle 和 Granger 建议使用两阶段回归法解决时间序列的非平稳性，由于此方法易于计算，因而早期被广泛采用。但其缺陷是在小样本下，参数估计的误差较大，并且当变量超过两个以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上时，变量间可能存在多个协整关系，此方法无法找到所有可能的协整向量，其分析结果不易解释。Johansen(1988)针对上述问题提出了极大似然估计法(MLE)，Gonzalo 利用模拟分析所获得的结果显示，Johansen 检验优于 Engle 的两阶段回归法。由于对黄金价格产生重要影响的因素较多，因此我们选择 Johansen 检验法。

为进行协整分析，首先要建立变量的 VAR 模型，并选择合适的滞后阶数。协整检验对滞后阶数较为敏感，不当的滞后阶，很可能导致虚协整，因此必须先确定合理的滞后阶数 p。我们采用 AIC 准则、SC 准则和 HQ 准则对 p 值进行选择，即选取当三者为最小时的阶数。从表 5－5 可得，SC 准则在滞后阶数 $p=1$ 时最小，而 AIC 准则和 HQ 准则在滞后阶数 $p=2$ 时同时达达最小，因此我们确定滞后阶数 $p=2$。对协整中是否具有常数项和(或)时间趋势进行验证后，我们选择协整方程的形式为只包含截距项，而不包含时间趋势项。

表 5－5　滞后阶数确定表

	滞后一阶	滞后二阶	滞后三阶	滞后四阶
AIC	27.25656	26.95741 *	27.16062	27.36316
SC	28.00595 *	28.33129	29.15900	29.98603
HQ	27.56035	27.51436 *	27.97073	28.42643

注：* 表示该准则下最优的滞后阶数。

经 Johansen 检验，黄金期货价格和另外四个变量之间在 5% 的显著性水平下，存在着一个协整关系。下面给出协整检验的结果，如表 5－6 所示。

表 5－6　序列 Johansen 协整检验结果

原假设	特征根	迹检验		最大特征值检验	
		统计量	P 值	统计量	P 值
0 个协整向量 *	0.280809	77.76445	0.0101	36.91838	0.0210
至少 1 个协整向量	0.165317	40.84608	0.1936	20.23881	0.3249
至少 2 个协整向量	0.124919	20.60726	0.3826	14.94513	0.2928
至少 3 个协整向量	0.045958	5.662129	0.7350	5.269334	0.7075

注：* 表示在 5% 的水平下拒绝原假设。

变量之间的长期均衡关系方程如下：

$$\begin{aligned} LNGOLD = &-28.6475 * LNUSD + 0.4984 * LNOIL - 0.1852 * LNSP \\ &\quad(1.49363) \qquad\quad (0.38370) \qquad\quad (0.03446) \\ &+0.4274 * LNCRB \\ &\quad(0.2002) \end{aligned}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注：括号内为标准差。

从协整方程中可以看出，长期中美元走势对纽约黄金期货价格的影响最大，美元指数变化一单位，能引起黄金期货价格平均反向变动28.65个单位；石油与通货膨胀对黄金期货价格的影响较为相似，都是引起其同向变动且变动幅度相当：石油价格变动一单位，黄金价格同变动0.4984个单位；而通胀指数变动一单位，黄金价格变动0.4274个单位。股票市场变动对黄金期货价格影响相对较小，这与前述相关性分析得到的结果一致，两者之间虽具有替代效应但这效应并不十分显著。当股市波动较大时，投资者更倾向于投资风险小收益稳定的债券。黄金虽有保值作用，但从这几年的数据来看，黄金价格波动幅度较大，存在着较大的风险，尤其是黄金期货，样本期间隔日价差最小为-36.3，最大为32.8，风险厌恶的投资者更愿意选择债券而不是黄金。

3. 黄金期货价格与其他变量间的Granger因果检验

Granger因果检验是由Granger(1969)提出的，其实质是检验一个变量的滞后变量是否可以引入到其他变量方程中。如果一个变量X的滞后值对另一个变量Y具有显著的解释作用，则称X为Y的格兰杰原因。这种因果关系不同于一般的因果关系，更确切的说法是事件X领先于事件Y。其数学定义为：

$$y_t = a_{10} + \sum_{i=1}^{m} a_{1i} y_{t-i} + e_{1t}$$

$$y_t = a_{20} + \sum_{i=1}^{m} a_{2i} y_{t-i} + \sum_{j=1}^{k} b_{2j} x_{t-j} + e_{2t}$$

这里a_{1i}和a_{2i}是y_t滞后值的回归系数，b_{2j}是x_t及其滞后值的回归系数，e_{1t}和e_{2t}是白噪声。检验从x_t到y_t单向因果关系，即是检验对b_{2j}的零假设$H_0: b_{2j}=0, (j=1,2,\cdots,k)$。检验统计量为：$F=\dfrac{(ESS_1-ESS_2)/m}{ESS_1/T-(k+m+1)} \sim F(m, T-m-1)$，式中$ESS_1$和$ESS_2$分别为上述模型最小二乘法回归方程中的残差平方和。在置信概率α下，若$F>F_\alpha$，则拒绝原假设，认为x_t对y_t有单向因果关系。由于因果关系检验对滞后阶数较为敏感，在实际检验中，根据AIC和SC准则选取最佳滞后阶数为2，结果如表5-7所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5 -7 各变量间的因果关系检验结果

原 假 设	F 统 计 量	P 值
LNUSD 不是 LNGOLD 的 Granger 原因*	66.6081	1.4E-19
LNGOLD 不是 LNUSD 的 Granger 原因	0.92709	0.39883
LNOIL 不是 LNGOLD 的 Granger 原因	2.36853	0.09846
LNGOLD 不是 LNOIL 的 Granger 原因	0.61239	0.54392
LNSP 不是 LNGOLD 的 Granger 原因	0.18242	0.83351
LNGOLD 不是 LNSP 的 Granger 原因	0.39543	0.67436
LNCRB 不是 LNGOLD 的 Granger 原因*	5.01139	0.00829
LNGOLD 不是 LNCRB 的 Granger 原因	0.68495	0.50629

注：* 表示在 5% 的显著性水平下拒绝原假设。

从 Granger 因果检验分析可得，美元指数和通货膨胀 CRB 指数的变化是黄金期货价格变化的 Granger 原因，即这两个变量的滞后值对黄金期货价格具有显著的影响。因此，在分析黄金价格时，我们可以重点关注美元趋势和通货膨胀指数。石油价格和标准普尔指数不是黄金期货价格变化的 Granger 原因，说明这两个变量虽与黄金价格相关性较高，但并不领先于黄金价格的变化。

三、我国黄金期货价格形成的实证检验

从第一节的分析中我们得出我国黄金期货价格主要受国际黄金期货、我国黄金现货、人民币汇率和股票市场表现的影响。我们仍按照上文的方法，运用协整及 VAR 的方法实证检验我国黄金期货的价格形成。

首先对我国黄金期货价格(GF)、国际黄金现货(GOLD)、我国黄金现货(GS)、人民币汇率(EX)、上证综指(SZZZ)进行 ADF 检验。得到如下结果，见表 5 -8：

表 5 -8 ADF 检验结果

变 量	ADF 值	Prob.	是否平稳
LNGF	-1.80	0.6497	非平稳
LNGS	-2.01	0.4487	非平稳
LNGOLD	-1.74	0.5930	非平稳
LNEX	-1.65	0.7645	非平稳
LNSZZZ	-2.48	0.3369	非平稳
ΔLNGF	-9.52	0.0000	平稳
ΔLNGS	-11.17	0.0000	平稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

变　量	ADF 值	Prob.	是否平稳
ΔLNGOLD	-9.49	0.0000	平稳
ΔLNEX	-11.00	0.0000	平稳
ΔLNSZZZ	-11.29	0.0000	平稳

注:1% 临界值 = -4.04,5% 临界值 = -3.4497

各变量都是一阶单整的,因此可以运用协整分析方法分析各变量之间是否存在长期均衡关系。然后检验确定滞后阶数 $p=1$,如表 5-9 所示。

表 5-9　滞后阶数确定表

	滞后一阶	滞后二阶	滞后三阶
AIC	20.86853*	21.00849	21.12524
SC	21.63592*	22.41539	23.17163
HQ	21.17935*	21.57833	21.95409

注:* 表示该准则下最优的滞后阶数。

经 Johansen 检验,我国黄金期货价格和另外四个变量之间在 5% 的显著性水平下,存在着一个协整关系。下面给出协整检验的结果,如表 5-10 所示。

表 5-10　序列 Johansen 协整检验结果

原　假　设	特征根	迹　检　验		最大特征值检验	
		统计量	P　值	统计量	P　值
0 个协整向量*	0.355683	87.71086	0.0010	47.47297	0.0007
至少 1 个协整向量(*)	0.229257	40.23789	0.2141	28.12318	0.0427
至少 2 个协整向量	0.064147	12.11471	0.9278	7.160040	0.9473
至少 3 个协整向量	0.039235	4.954573	0.8136	4.322697	0.8238

注:* 表示在 5% 的水平下拒绝原假设,迹检验在 5% 显著性水平下存在一个协整关系,但在最大特征值检验下存在着两个协整关系。

变量之间的长期均衡关系方程如下:

$$
\begin{aligned}
LNGF = & 0.9082 * LNGS + 0.8160 * LNGOLD - 31.0320 * LNEX \\
& \quad (0.08841) \qquad\quad (0.01776) \qquad\qquad (6.51150) \\
& + 0.0016 * LNSZZZ \\
& \quad (0.00117)
\end{aligned}
$$

注:括号内为标准差。

从上式协整方程中可得,国内黄金现价与国内黄金期货基本一致,当现价变化一单位时,期货价变化 0.9082 个单位。纽约黄金期货变化一单位,国内黄金期货价相对变动 0.8160 个单位。除国际金价外,人民币汇率对我国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金期货价格影响最大。人民币汇率变化一单位将使得同期的黄金期货价格反向变化31.032个单位。而股市对国内期货价影响相对较小。



第四节　黄金期货价格模型预测运用

一、多元回归方程预测

所谓预测，就是在给定解释变量的值的情况下，对因变量 y 的相应值 y_t 和 $E(y_t)$ 作出估计。所进行的估计可以分为点估计和区间估计，从而有点预测和区间预测两种。

点预测是根据给定解释变量的值，预测相应的被解释变量的一个可能值。设多元线性回归模型为：$y_t = b_0 + b_1x_{1t} + b_2x_{2t} + \cdots + b_kx_{kt} + u_t$，对样本以外解释变量的值 $x_f = (1, x_{1f}, x_{2f}, \cdots, x_{kf})$，个别值 y_f 和均值 $E(y_f)$ 分别为：

$$y_f = x_fB + u_f = b_0 + b_1x_{1f} + b_2x_{2f} + \cdots + b_kx_{kf} + u_t$$

$$E(y_f) = x_fB = b_0 + b_1x_{1f} + b_2x_{2f} + \cdots + b_kx_{kf}$$

若根据观测样本已经估计出参数向量 $\bar{B}$，且模型通过检验，并得到样本回归方程：$\hat{y}_t = \hat{b}_0 + \hat{b}_1x_{1t} + \hat{b}_2x_{2t} + \cdots + \hat{b}_kx_{kt}$，对样本以外的解释变量 x_f, y_f 的拟合值为：

$$\hat{y}_f = \hat{b}_0 + \hat{b}_1x_{1f} + \hat{b}_2x_{2f} + \cdots + \hat{b}_kx_{kf}$$

对上式两边取期望得 $E(\hat{y}_f) = X_f\bar{B} = E(Y_F)$，说明 $\hat{y}_f$ 是 $E(y_f)$ 的无偏估计，从而可以用 $\hat{y}_f$ 预测 y_f 和 $E(y_f)$。

在点预测中，预测值是根据样本回归方程计算出来的，它是被解释变量实际值的一个估计量。预测值与实际值是有误差的，这种误差有多大，点预测无法提供相关信息。此外，既然是用预测值估计实际值，则必定存在一个估计的可信程度问题，即这种估计的把握程度。点预测也无法提供这方面的信息，而区间预测能够克服这方面的不足。区间预测就是在一定的置信度下，根据给定的解释变量的值，预测相应的被解释变量取值的一个可能范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

围，即提供被解释变量的一个置信区间。区间预测有两种，一种是对 $E(y_f)$ 的区间预测，$E(y_f)$ 的区间预测是以 $\hat{y}_f$ 的概率分布为基础的；第二种是 y_f 的区间预测。

我们根据点预测方法利用多元回归方程的 AR(1) 以及 ARCH(1,1) 模型，对上海黄金交易所的黄金期货指数 8 月 10 日 –8 月 28 日的收盘价进行预测，预测结果如表 5 – 11 所示。

表 5 – 11　用多元回归预测所得的结果

日　期	预 测 值	实 际 值	预测偏差
2008 – 8 – 15	172.2308	176.19	2.25%
2008 – 8 – 20	172.2056	182.31	5.54%
2008 – 8 – 25	178.3995	182.81	2.41%
2008 – 8 – 28	180.4084	185.57	2.78%

二、自回归单整移动平均模型预测

1. ARIMA 模型

ARIMA 模型使用三种形式对扰动项进行建模分析。第一种是 AR 自回归项。当然在模型中也可以使用更高阶的 AR 项。每个 AR 项都对应着残差预测方程的一个滞后值。一个 p 阶自回归模型的形式为：

$$u_t = \rho_1 u_{t-1} + \rho_2 u_{t-2} + \cdots + \rho_k u_{t-k} + \varepsilon_t$$

第二种是单整项。当预测模型包括单整项时，模型就能描述序列在全部时间内的变动。一个纯一阶单整过程称为随机游走。对于股票价格和其他一些财经数据来说，随机游走是个很好的模型。每个单整项都对应着一个被预测的养分序列。一个单整形式表明预测模型建立在原始数据的一阶差分之上，二阶单整形式则是二阶差分，依次类推。

第三种是 MA 移动平均项。一个移动平均项预测模型使用预测误差的滞后值来改进当前的预测。一阶移动平均项使用最近的预测误差，二阶移动平均项使用前两个时期的预测误差，依次类推。MA(q) 模型的代数表述为：

$$u_t = \varepsilon_t + \theta_1 \varepsilon_{t-1} + \theta_2 \varepsilon_{t-2} + \cdots \theta_q \varepsilon_{t-q}$$

ARMIA 除了应用于回归中的残差序列，也可以直接应用于其他序列。在 ARIMA 预测中，可以把这三种形式组合在一起，建立一个完整的预测模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型。为残差序列建立ARIMA模型的第一步是看它的自相关特性，这一阶段称为识别。残差当期值和过去值相关关系的形式是分析ARIMA模型的有力工具，为此可以参考序列相关图。

自相关系数指的是每一个序列当期值与某一时期的滞后值的相关系数。偏自相关系数则有点复杂，它度量的是考虑了所有滞后期较小的序列值的预测力之后，当前序列与滞后序列的相关关系。例如：滞后6期的偏自相关系数，度量的是当 $u_{t-1}, \cdots, u_{t-5}$ 已经在预测模型中时 u_{t-6} 的回归系数。如果怀疑被解释变量和某些预测因子之间存在着分布滞后关系，则在估计前可以考虑其交叉相关系数。

在选择具体的ARIMA模型时，如果自相关系数以几何速度平稳地衰减，偏自相关系数在一期滞后以后为0，则建议采用一阶自回归模型。相反，如果自相关系数在一期滞后以后为0，而偏自相关系数呈几何级数衰减时，则可以考虑采用一阶移动平均过程。相关结果如表5－12所示。

表5－12　用ARIMA方法预测结果

日　期	预　测　值	实　际　值	预测偏差
2008－8－15	173.3105	176.19	1.63%
2008－8－20	174.2389	182.31	4.44%
2008－8－25	177.4551	182.81	2.93%
2008－8－28	178.2301	185.57	3.96%

三、其他预测方法

1. 基于模糊技术的期货价格预测模型

近年来模糊理论得到了长足的发展，已广泛应用于模式识别、信号处理以及非线性系统建模等领域。模型系统较强的可解释性以及良好的鲁棒性和抗干扰性等特点已得到一致认同，理论上已经证明：模糊系统可以以任意精度逼近实际模型，即该系统具有全局逼近性。Takagi-Sugeno模型通过在局部子空间构造一个线性方程来表示其规则，然后用隶属函数把各个局部子空间的线性方程拟合成为一个全局近似函数。T－S模糊模型辨识包括前件和后件两部分。前件部分为规则IF部分中的隶属函数，后件部分则为规则THEN部分中局部子空间的线性模型。

期货价格预测在一阶Sugeno模糊模型基础上，构建预测模型。Sugeno

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模糊模型,旨在开发从给定的输入-输出数据集产生模糊规则的系统化方法。Sugeno 模糊模型中典型的模糊规则形式为:如果 x 是 A,且 y 是 B,则 $z=f(x,y)$。其中,A 和 B 是前件中的模糊集合,$z=f(x,y)$ 是后件中的精确函数。通常 $f(x,y)$ 是输入变量 x 和 y 的多项式。当 $f(x,y)$ 是一阶多项式时,所产生的模糊规则系统被称为一阶 Sugeno 模糊模型。由于每条规则都有一个精确输出,通过加权平均可以得到整体输出。

2. 基于 GARCH-EWMA 的期货价格预测模型

GARCH(广义自回归条件异方差)模型是在恩格尔引入的自回归条件异方差 ARCH 模型的基础上由博勒斯莱文提出来的。ARCH 模型的主要思想是:扰动项 u_t 的条件方差依赖于它的前期值 u_{t-1} 的大小,ARCH(1)模型就是时刻 t 的 u_t 的条件方差依赖于时刻($t-1$)的扰动项平方的大小,即依赖于 u_{t-1}^2。但 ARCH 模型有实践难点,即当滞后阶数较高时,各滞后项的系数很难保证不为负,于是提出了 GARCH 模型,即用一个或两个 u_t 的条件方差滞后值代替高阶 u_t^2 的滞后值。GARCH 模型广泛地应用于金融时间序列分析。

标准的 GARCH 模型:

$$y_t = x_t\gamma + u_t$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha u_{t-1}^2 + \beta\sigma_{t-1}^2$$

其中 x_t 是 $1\times(k+1)$ 维外生变量向量,γ 是 $(k+1)\times 1$ 维系数向量。

指数加权移动平均(EWMA)方法最初是由摩根银行在它的金融风险度量 Risk Metrics 中提出来的,现已成为应用广泛的一种参数预测方法,它对时间序列中的数据采取不等权重。根据历史数据距当前时刻的远近,分别赋予不同的权重,距离现在越近,赋予权重越大,因为越远的历史信息所起的作用越小。为了使赋予的权重简单化,指数移动平均方法引入一个参数 λ 决定权重的分配,λ 称为衰减因子,它的取值在 0~1。

EWMA 的原理是,一个序列 $\{X_i\}$ 的 n 期指数移动平均定义为:

$$\mathrm{EWMA}_n = \frac{x_{t-1} + \lambda x_{t-2} + \lambda^2 x_{t-3} + \cdots \lambda^{n-1} x_{t-n}}{1 + \lambda + \lambda^2 + \cdots + \lambda^{n-1}}$$

当 $n\to\infty$ 时,上式分母收敛到 $\frac{1}{1-\lambda}$,因此有无限长过去历史时期的指数移动平均是:

$$\mathrm{EWMA}_\infty = (1-\lambda)\sum_{i=1}^{\infty}\lambda^{i-1}x_{t-i}\text{。}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数移动平均方法在一定程度上改进了简单移动平均方法，但它也表现出许多局限性：①指数移动平均只在一步向前预测时才很有效。②目前还没有最佳的理论方法来估计衰减因子 λ，在 Risk Metrics 中 λ 是通过最小化预测的均方误差（MSE）得到的。③衰减因子是随着时间显著变化的，使用常数衰减因子是不合适的。

使用 EWMA 模型时将关键的衰减因子采用人为赋值的方法，这就存在一个问题，即对于所有的期货品种、不同时期的合约均采用相同的衰减因子，虽简化了模型但大大降低了模型的精确性和随不同时间、不同品种而变化的实用性。为了解决这一问题，将 GARCH 模型与 EWMA 模型结合在一起，把 GARCH 模型估计出的滞后系数 β 设定为 EWMA 中的衰减因子，然后应用这一修正后的模型进行期货合约价格波动幅度的预测。因为在 GARCH 模型中，β 值是用来反映下一日的波动率 σ_t^2 与前一日的波动率 σ_{t-1}^2 的关联程度，而 EWMA 模型中的 λ 值也是用来反映下一日的波动率 σ_t^2 与前一日的波动率 σ_{t-1}^2 的关联程度，即两者具有相同的功能或相同的经济学含义，因此可以用 GARCH 中的 β 来代替 EWMA 中的衰减因子 λ。

将价格的波动幅度和价格的波动方差依次带入 EWMA 模型，从而得到期货合约价格变动量的预测值。期货合约价格变动量的预测值 $\hat{\sigma}_t$ 计算如下：

$$\hat{\sigma}_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} \lambda^{i-1} \times (\Delta F_{t-i} - \hat{u}_t)^2}{\sum_{i=1}^{n} \lambda^{i-1}}}$$

其中 $\hat{u}_t = \dfrac{\sum_{i=1}^{n} \lambda^{i-1} \times \Delta F_{t-i}}{\sum_{i=1}^{n} \lambda^{i-1}}$。

3. 人工神经网络预测模型

传统的线性预测方法往往难以描述金融时间序列的复杂的非线性特征。随着非线性科学的发展，人们提出了神经网络法，它具有极强的非线性逼近能力，起可初刻画出输入变量与输出变量之间的非线性关系。

人工神经元是对生物神经元的简化和模拟，它是神经网络的基本处理单元。BP 神经网络从模拟生物的神经网络出发，通常包含一个输入层、若干

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个隐含层和一个输出层,各层中对数据的处理单位称为处理单元。其信息的传递过程为由输入层单向传递。输入信息从输入层经隐含层逐层处理,并传向输出层,每层神经元的状态仅影响下一层神经元的状态。如果输出层没有得到期望的输出,则转入反向传播,将输出值与期望值间的误差信息沿原路返回。通过修改各神经元的权值以减少误差,继续循环直至全网络误差收敛到规定值内为止,所以这种网络称为 BP 神经网络。

目前广泛使用的是 EBP 神经网络模型。它有三个典型的层次:输入层、隐含层和输出层,相邻两层之间的神经元以一定的权重实现全互连接。EBP 算法是训练多层前馈神经网络的有效算法,它由数据的前向计算和误差信号的反向传播调整连接权两个过程组成。通过两过程的交替进行,在权向量空间执行误差函数梯度下降策略,动态迭代搜索一组权向量,使网络误差函数达到最小值,从而完成信息提取和记忆的过程。

EBP 算法是:

$$O_j^{k+1} = f\left(\sum_{i=1}^{m} w_{ij}^k O_i^k - \theta_j^{k+1}\right), \quad (k = 1,2,\cdots,n-1; \quad j = 1,2,\cdots,m)$$

其中 O_j^k 表示第 k 层第 j 个节点的计算值,θ_j^k 表示第 k 层第 j 个节点值,${w_{ij}}^k$ 表示第 k 层第 i 个节点到第 $k+1$ 层第 j 个节点的连接权值。激励函数取为 $f(x) = 1/(1+e^{-x})$,用以实现非线性映射。

总误差函数为 $s(w) = \frac{1}{2}\sum_{k=2}^{n}\sum_{i=1}^{m}(\bar{O}_i^k - O_i^k)^2$,设所有神经元相连接的权值总个数记为 n,则 $s(w)$ 表现为 $n+1$ 维空间上的误差曲面,算法的目标是找出误差曲面上全局最小点。若沿负梯度方向下降搜索就是梯度下降法或是最速下降法。用此方法求解上面的方程,可得反向调整权值 w_{ij} 和阈值 θ_j 修正量的第 $L+1$ 次迭代计算公式。

(1)输出层的修正算式

$$\delta_j^{\,n} = (\bar{O}_j^{\,n} - O_j^{\,n}) f'\left(\sum_{i=1}^{m} w_{ij}^{\,n-1} O_i^{\,n-1} - \theta_i^{\,n}\right) = (\bar{O}_j^{\,n} - O_j^{\,n}) O_j^{\,n} (1 - O_j^{\,n})$$

$$w_{ij}^{\,n-1\,<L+1>} = \alpha w_{ij}^{\,n-1\,<L>} + \eta \delta_j^{\,n} O_i^{\,n}$$

$$\theta_i^{\,n\,<L+1>} = \alpha \theta_i^{\,n\,<L>} - \eta \delta_j^{\,n}$$

(2)隐蔽层的修正算式

$$\delta_j^{\,k+1} = O_j^{\,k+1}(1 - O_j^{\,k+1}) \sum_{i=1}^{m} \delta_i^{\,k+2} w_{ij}^{\,k+1}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$w_{ij}^{k<L+1>} = \alpha w_{ij}^{k<L>} + \eta \delta_j^{k+1} O_i^{k+1}$$

$$\theta_i^{k+1<L+1>} = \alpha \theta_i^{k+1<L>} - \eta \delta_j^{n}$$

上述修正算式中，学习率 η 使用以控制优化过程的收敛性和收敛速度的参数，而惯性率 α 则表示 $L+1$ 次权值阈值修正量在一定程度与第 L 次的修改量成正比，从而引入了变化的惯性，使变化率的惯量在某种程度上守恒。惯性率描述了上一次修改量的惯性效应，从稳定性考虑，参数取值范围为 $0\leqslant\alpha\leqslant1$，$\eta\geqslant0$。

4. 支持向量机(SVM)期货价格预测

金融时间序列是复杂的非线性动态系统，是非平稳的，混沌的并且含有大量噪声，所以金融时间序列的预测被认为是现代时间序列预测中最具有挑战性的应用之一。用神经网络法的预测的精度相对传统的线性预测方法要高一些，但是由于采用经验风险最小化准则，在训练中存在最小化样本误差，因而不可避免地出现过拟合现象，导致模型的泛化能力受到限制，而且还存在诸如隐层节点数的选择等问题，从而大大地限制了其进一步的应用。于是在 20 世纪 90 年代中期提出了由 Vapnik 等人创立的在统计学习理论基础上，结合 Huber 稳健回归理论和 Wolfe 对偶规划理论形成的支持向量机(SVM)方法。该方法采用结构风险最小化(SRM)代替传统的经验风险最小化(ERM)，具有全局优化、泛化能力强等优点，克服了神经网络的许多缺点。在 Vapnik 引入 ε 不敏感损失函数后，SVM 推广到解决非线性回归问题，称为支持向量回归(support vector regression，SVR)。与传统的神经网络相比，支持向量机综合考虑了样本误差和模型复杂度，这使得它可以作为金融时间序列分析的最佳预测器使用。

SVM 的基本思想是通过内积函数定义的非线性变换将输入空间变换到一个更高维空间。SVM 在这个更高维的空间中找一个线性的超平面，这个超平面在这个空间中具有最大的分类间隔。

给定 s 组样本数据 $\{x_k, y_k\}$，$k=1,2,\cdots,s$，其中 $x_k\in R$ 是输入变量，$y_k\in R$ 是期望输出变量。利用一个非线性映射 ϕ，将向量 X 映射到高维特征空间 G，并在这个空间进行线性逼迫，找到映射 f 使其能够很好的逼迫给定的向量。由统计学习理论可知，该函数有如下形式：

$$f(X) = (\omega\cdot\phi(X)) + b$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\phi: R \to G, \omega \in G \frac{-b \pm \sqrt{b^2 - 4ac}}{2a} \tag{1}$$

式中（·）表示内积运算。则函数逼迫问题等价于使如下泛函最小：

$$R_{reg}[f] = R_{emp}[f] + \lambda \|\omega\|^2 = \sum_{i=1}^{s} C(e_i) + \lambda \|\omega\|^2 \tag{2}$$

式中 $e_i = f(X_i) - y_i$，s 表示样本容量，$C(\cdot)$ 是损失函数，ϕ 是固定不变的，$\|\omega\|^2$ 反映函数 f 在高维空间平坦的复杂性。考虑到线性 ε 不敏感损失函数具有较好的稀疏特性，可保证得到的结果有较好的泛化能力，故选取损失函数为：

$$|y = f(X)|_{\varepsilon} = \max\{0, |y - f(X)| - \varepsilon\} \tag{3}$$

取经验风险为：

$$R_{emp}^{\varepsilon}[f] = \frac{1}{s} \sum_{i=1}^{s} |y - f(X)|_{\varepsilon} \tag{4}$$

则求解式(2)等价于求解如下优化问题：

$$\min J = \frac{1}{2}\|\omega\|^2 + C\sum_{i=1}^{s}(\xi_i^* + \xi_i)$$

$$s.t. \quad y - (\omega \cdot \phi(X)) - b \leqslant \varepsilon + \xi_i^*$$

$$(\omega \cdot \phi(X)) + b - y_i \leqslant \varepsilon + \xi_i \tag{5}$$

其中 $$\xi_i^*, \xi_i \geqslant 0$$

式中 C 用于控制模型复杂度和逼迫误差的折衷，C 越大则对数据的拟合程度越高；ε 用于控制回归逼迫误差限，从而控制支持向量的个数和泛化能力，其值越大则支持向量越少，但精度不高。应用中常利用式(5)的对偶式，同时引入核函数方法，则式(5)转化为：

$$\max J = -\frac{1}{2}\sum_{i,j=1}^{s}(a_i^* - a_i)(a_j^* - a_j)K(X_i, X_j)$$

$$+ \sum_{i=1}^{l} a_i^*(y_i - \varepsilon) - \sum_{i=1}^{s} a_i(y_i + \varepsilon)$$

$$s.t. \quad \sum_{i=1}^{s} a_i = \sum_{i=1}^{s} a_i^*$$

$$0 \leqslant a_i \leqslant C; 0 \leqslant a_i^* \leqslant C \tag{6}$$

理论上，位于边界上的点（满足 $0 \leqslant a_i, a_i^* \leqslant \frac{1}{\lambda}$），可得到预测的唯一确定值 $\delta_k = \varepsilon sign(a_k - a_k^*)$，出于稳定性考虑，推荐采用边界上的平均值：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$b = average_k \{ \delta_k + y_k - \sum (a_i - a_i^*) K(X_i, X_k) \},$$

求解上述凸二次规划得到的非线性映射：

$$f(X) = \sum_{i=1}^{s} (a_i - a_i^*) K(X_i, X_k) + b \quad (7)$$

式中 $K(X_i, X_k)$ 为核函数，在高维特征空间中线性问题中的内积运算可以用核函数替代。这样便可由式(7)对新的输入数据进行预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 黄金期货投资的技术分析

技术分析方法是黄金期货投资的重要工具。为此,本章较为详细地介绍了黄金投资的技术分析理论及运用技巧。我们在回顾技术分析方法演变历史的基础上,运用市场微观结构理论对技术分析方法的有效性进行了解释。在此基础上,本章系统阐述了技术分析方法中的图表分析和指标分析的基本理论和运用技巧。最后讨论了相反理论在期货投资分析中的运用方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节　技术分析的理论概述



一、技术分析发展的回顾

一般认为，技术分析起源于两百多年前日本的江户时代。当时以 K 线为工具的技术分析最早被一个名叫本间宗久的人应用于稻米市场，用以记录交易情况。1884 年，美国人查尔斯·道提出了"股价平均指数"的概念，奠定了技术分析的基石。此后威廉·P·哈密尔顿和 R·雷亚对其给予发展，从而形成了道氏理论。理查德·夏巴克在 20 世纪二十年代在福布斯杂志担任编辑期间，揭示了如何把"股价平均指数"中出现的重要技术信号应用于单只股票。由此，技术分析的观念、思维方式得以普遍传播。

威廉·D·江恩所著的《股价的真面目》出版于 1932 年，该书总结概括了技术分析的概念及思维方式。拉尔夫·N·艾略特因波浪理论而被人们所熟悉，他在二十世纪 20 年代就有了波浪理论的最初思想，并于 30 年代形成。但直至 1978 年美国人 J·柯林斯出版其专著《波浪理论》，才标志着波浪理论体系的正式形成。

罗伯特·D·爱德华和约翰·迈吉于 1948 年出版了《股市趋势技术分析》。该书的出版随即被投资者视为股市的圣经，它起到了向世人系统地传播技术分析的作用，正是他们的努力，才使得技术分析方法得到了极大的推广。1940 年沃滋和彼纽拉提出了交易量的测定方法。之后乔·葛兰维尔将其进一步普及，即 OBV 方法，现在作为测定交易量变动的方法被人们所熟悉。JW·威尔德使技术分析达到更高水准，由他整理出来的《技术分析交易系统的新概念》一书出版于 1978 年，在这本书里，技术分析方法得到了新的提炼。许多我们今天用到的技术分析指标都是以威尔德的工作为基础的，如果没有他的工作或许就不会有今天技术分析的昌盛。

随着计算机及电脑技术的发展，利用数值计算进行的技术分析得到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迅猛的发展。约翰 F·易拉等人积极地开展了时间、循环分析方法的最优化研究。拉瑞·威廉进行了图表上的动态趋势分类并用电脑解析，在概率意义上开展了技术分析研究。

美国学者罗伯特·爱德华将技术分析定义为："技术分析是指对市场本身行为的研究而非对市场交易商品的研究。它是记录(通常以图表方式)某一股票或"指数"的实际交易过程，并从中推判出今后可能的发展趋势的科学"。日本学者林康史指出：技术分析就是通过对过去所发生的价格、时间、交易量等来分析、预测市场行情。一般说来，技术分析虽然难以事先推测市场总的结构变化，但它可以根据图表的变化来了解基本面的变化。从以上定义，我们可以看出：技术分析主要是通过证券的价格与交易量来分析预测证券价格的变动趋势，通过历史价格、交易量等资料，进行必要的统计、数学计算，进而绘制图表，并以此作为投资决策的依据。所以技术分析以预测未来的价格趋势为目的，主要通过走势图对市场行为进行研究。市场行为包括价格、成交量和持仓量三种。而对市场行情的预测除技术分析外，还有一种叫基础分析，即根据基本面的因素来预测未来的市场走向。我们无意去区分开技术分析人士和基础分析人士，因为在现实中基础分析人士在检验影响市场价格的所有因素从而确定其内在价值的同时，也在不自觉的接受和运用着走势图分析的基本原则。而从技术分析的定义可以得出技术分析其实已经包含了基本分析，但当出现重要市场转向时，基本面却不能解释和支持未来的行情走势；当价格反映的未知基本面被认知时，市场早已大踏步向前而去，而技术分析人士在此却可以表现得游刃有余。

技术分析首先应用于股市，然后金融期货，再应用到商品期货上。过去数十载的实践，技术分析向世人展示了其超强的生命力和非凡的智慧。特别是当分析人士想要同时了解跟踪多个市场或品种的时候，基础分析人士往往感觉到力不从心，因为他们要同时处理大量的数据资料，特别是商品期货，其品种繁多，同时研究起来，不免捡了西瓜丢芝麻，所以大多数基础分析人士集中精力专攻某一市场，而这样又容易忽略各市场之间的联动性。但技术分析人士专门研究价格，通过走势图判断趋势明确的市场或品种，可以轻松地利用市场的轮动来调整交易策略，合理分配资金。另外，在技术分析界有一种经验之谈，说在利用走势图分析市场的时候，我们甚至不用知道研究的股票或期货的名称，即"图表就是图表"。这里我们要说明的是，技术分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析虽然可以应用于各种市场,但每个市场都有其自身的特性和运行的规律,图表分析的基本原则和方法也确实适用于大部分市场,不过,这不是说所有市场的操作方法和策略都相同,这要视具体情况具体分析。

投资黄金期货和投资黄金有所不同,普通投资者进入期货市场是以投机者的身份进行交易,不可以无限期持有,不能持有合约进入交割月,自然人也不可以实物交割。另外,黄金期货具备期货的特性,在黄金期货的操作中,期货的特性更加突出。有些新进期货市场的投资者对期货没有认识,误以为买了黄金期货就等同于购入黄金,可以一直持有,结果往往在价格宽幅波动时出现亏损甚至被强行平仓的情况。期货市场采用保证金制度,一般保证金比例在10%左右,对收益和风险均有放大效应,因此投资黄金期货,市场时机的选择是关键。你很有可能把握住了市场的总体趋势,但仍就亏损。价格一旦朝不利的方向变动,即使很小,也可能使你淘汰出局,损失掉所有或部分保证金。所以随机行走理论的"买入持有"策略在此受到冷落,该理论根据有效市场假定,认为价格围绕内在价值随机波动,价格变化是随机而不可预测的。但价格形态和市场趋势的存在表明价格的运行是有章可循的,是可以通过对历史信息来预测的,是可以通过统计学来推导的,是可以通过走势图来研究的,这就是技术分析。

从认识技术分析,相信技术分析到运用技术分析,与趋势为伴,与走势图共舞,投资将成就你的艺术人生。

二、技术分析的理论基础

对技术分析的研究就是为了满足投资的需要,利用技术分析获取收益。所以,比如要投资黄金,就要懂得黄金投资的技术分析。但问题是技术分析是否真的有效,是否可以帮助投资者获取收益。在金融经济理论中,关于金融市场效率的分析研究,最经典、最有影响的理论当首推有效市场假说。有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis,简称 EMH)是由尤金·法玛(Eugene Fama)于1970年深化并提出的。有效市场假说起源于20世纪初,这个假说的奠基人是一位名叫路易斯·巴舍利耶的法国数学家,他把统计分析的方法应用于股票收益率的分析,发现其波动的数学期望值总是为零。1964年奥斯本提出了"随机漫步理论"。他认为股票价格的变化类似于化学中的分子"布朗运动"(悬浮在液体或气体中的微粒所做的永不休止的、无秩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序的运动)，具有"随机漫步"的特点。也就是说，它变动的路径是不可预期的。1970 年法玛也认为，股票价格收益率序列在统计上不具有"记忆性"，所以投资者无法根据历史的价格来预测其未来的走势。这个结论不免使许多在做股价分析的人有点沮丧，他们全力研究各家公司的会计报表与未来前景以决定其价值，并试图在此基础上做出正确的金融决策。难道股价真的是如此随机，金融市场就没有经济学的规律可循吗？

有效市场假说是建立在三个逐渐弱化的理论假设的基础上的，这三个理论假设是：

第一，理性投资者假设。投资者被认为是完全理性的，因而能够完全理性的对金融资产定价。

第二，随机交易假设。即使有一些非理性投资者的存在，但由于他们的交易行为是随机发生的，因而他们的交易对资产价格的影响会相互抵消，可以忽略不计。

第三，理性套利者假设。即使投资者行为非理性且非随机，非理性交易行为不能互相抵消，那么他们会在市场上遭遇到理性套利者，套利者低买高卖的套利行为会消除非理性投资者对资产价格的影响。

简而言之，有效市场假说认为市场竞争会使所有的投机套利机会最终消失，因而价格变化必然只反映信息的变化。

有效市场假说根据证券价格对信息反映程度的不同分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。并且认为，如果市场未达到弱式下的有效，则当前的价格未完全反映历史价格信息，那么未来的价格变化将进一步对过去的价格信息作出反应。在这种情况下，人们可以利用技术分析和图表从过去的价格信息中分析出未来价格的某种变化倾向，从而在交易中获利；如果市场是弱式有效的，则过去的历史价格信息已完全反映在当前的价格中，未来的价格变化将与当前及历史价格无关，这时使用技术分析和图表分析当前及历史价格对未来作出预测将是徒劳的。如果不进一步的运用价格序列以外的信息，明天价格最好的预测值将是今天的价格。因此在弱式有效市场假设中，包含以往价格的所有信息已经完全反映在当前的价格之中，利用移动平均线和 K 线图等手段分析历史价格信息的技术分析方法是无效的。

有效市场理论提出的理性模型存在着致命的弱点。从模型本身看，理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性市场模型的基础是完全理性和完全信息两个基本的前提条件。而资本市场作为一个复杂系统并不像有效市场假说所描述的那样和谐、有序、有层次。一旦我们放弃对称信息和无摩擦运行的假设,从经典的资产定价模型环境进入到一个相对现实的市场环境,我们就逐渐深入到市场微观结构这个被称为金融市场黑箱的内部,则信息在价格形成中的作用就显得非常重要了。对有效市场假设提出最大挑战的正是市场微观结构理论。市场微观结构理论认为:市场价格反映最新信息,但价格反映信息的调整过程并非瞬间完成的,最新信息总是通过市场交易逐渐包含到市场价格中去的,交易者的价格指令等同于交易者对交易资产真实价值的条件预期值,并最终通过交易过程中的各方策略互动,形成了包含有各种不同参与主体的动态策略选择的价格信息。

更进一步,如果说信息的变化对市场交易过程中的价格动态形成和调整有重要影响的话,那么反过来从市场交易本身所形成的一些可以观察的数据中也可以提供一些关于前期市场的有用信息。这些信息的增加,又进一步地使信息结构产生变化,从而又在新的交易中影响价格的形成和发现。市场微观结构理论的分析还从交易中的价格序列、交易量与交易时间三个方面,考察了这些交易信息对价格调整过程的作用。这些分析进一步表明三个方面的意义:首先,交易价格序列具有可被挖掘的信息揭示含义。在价格尚未完全反映资产真实价值之前,价格序列将比单期价格更具信息揭示性,因此,可以从价格序列中推测资产的真实价值;其次,交易量能揭示市场总供求方面的信息,进而与价格一起可以揭示资产的真实价值;再次,交易时间的间隔也能传递同资产真实价值有关的信息。因此,三者结合起来可提供更多影响市场将来交易的信息。

市场微观结构理论的研究在三个方面分析了交易过程本身所包含的信息揭示属性。

(一)价格序列的信息含义

在理性预期模型中,最基本的问题是理性预期均衡的存在性问题,即是否存在一种价格决定函数使得给定不同资产价格信号时总能出清市场。Grossman 和 Stiglitz 指出,如果所有交易者完全竞争,那么市场均衡价格将包含全部私人信息。在这种情况下,价格会立即调整到完全信息下的资产价值,市场将是强式有效的。在实际市场中,并不存在着迅速的价格调整。尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管未知情交易者知道价格与信息有关，但他们很难区分价格的调整是由纯信息因素造成还是由流动性冲击所致，而且信息对价格的影响本身也是多方面的。尽管知情交易者拥有资产真实价值的私人信号，但是，私人信息与资产真实价值的相关程度以及该信息的准确程度是不确定的，所以私人信息对价格调整的影响相当复杂，而从价格调整中揭示私人信息则难度更大。价格调整过程之所以难以分析，是因为价格变动依赖于市场参与者的信息学习过程，后者又依赖于各种市场因素，诸如交易者的风险偏好、交易者禀赋、供给不确定性的性质与程度以及市场微观结构本身等等。在最简单的模型中，惟一的不确定性是知情者获得的私人信号，未知情交易者只需观察单一价格即可推知资产价格的真实价值。而在拓展模型中，市场信息与资产真实价值间的关系相对不明确，信息学习问题也更为复杂。

如果理性预期均衡存在，但并非揭示性的，那么未知情交易者就只能从单一价格中获得有关资产真实价值的部分信息。然而，如果未知情交易者观察价格序列，那么他就可以从价格序列及价格变化量中获得更多的信息。事实上，未知情交易者可以从价格变动趋势中挖掘潜在的信息。价格序列的这种联合揭示性为技术分析提供了理论基础。因为在交易者短视的市场中，单一价格并不反映完全信息，通过观察历史价格可以获得比仅观察当前价格更多的市场信息。这也意味着价格序列能为交易者提供信息，并能影响价格的进一步调整。

（二）交易量的信息含义

交易量指一个交易期内发生的某风险资产的成交数量。由于每一笔交易总涉及买卖双方，因此把已实现的交易指令中某一类性质（买入或者卖出）的指令数量加总就可以得到当期的交易量。在瓦尔拉斯均衡模型中，交易量等于所有交易者交易需求绝对值总和的一半。长期以来，研究者一直重视交易量对价格调整的影响。股市中也有格言“价随量涨”。而关于交易量的实证研究则表明了交易量和价格波动幅度之间具有显著的相关性。比较普遍的情况是：联合考察交易量与价格序列能揭示出更多信息。

（三）交易时间的信息含义

与价格序列及交易量一样，交易者的指令流（包括其性质、规模、类型、提交时间等）也能揭示信息影响价格的调整过程。特别地，当交易者能毫无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

障碍地观察到市场交易的指令流时，他们就可能从诸如空白交易之类的交易状况中获取信息。很多市场微观结构理论模型都没有考虑到交易的时间因素。例如，在 Kyle(1985)的批量交易模型中，做市商每期根据收到的交易指令设定惟一的市场出清价格，从而交易是批量实现的。交易指令只需在做市商收集指令之前到达，而具体在哪一个时刻到达对交易没有影响。类似地，在序贯交易模型中，交易的实现时间也不影响价格调整，因为时间本身不具有任何信息含量。但是，如果把价格调整过程中的时间因素内生化，也就是说，如果交易者能从交易时间中获取信息，那么价格调整也必然受时间因素的影响。DV 模型及 EO 模型分别分析了交易时间对价格调整的影响。他们的出发点是一致的，即交易者可以从交易的实现时间中获取信息。不同的是，DV 主要分析市场卖空交易的限制对交易者倾向的影响，并进一步考察了信息不对称对价格调整速度的影响；而 EO 则从交易时间的选择与信息时间存在性的关系方面考察了交易时间对价格调整的影响。

从交易时间的角度考察交易时间的间隔所能传递的同资产真实价值有关的信息量。首先，DV 模型分析了市场卖空交易的限制对交易者倾向的影响，并进一步考察了信息不对称对价格调整速度的影响。在卖空交易的限制的确影响知情交易者行为的前提下，DV 给出了交易时间、价格调整及信息揭示的关系：(1)空白交易反映利空消息的存在。如果市场出现空白交易，做市商应当同时调低买卖报价以反映潜在的利空消息。而就利空消息而言，卖空限制提高了市场效率。(2)总体而言，卖空交易对市场效率有不利影响。因为禁止卖空减慢了价格调整，而且卖空限制并不加快对利好消息的价格调整。其次，EO 模型从交易时间的选择与信息事件存在性的关系考察了交易时间对价格调整的影响。空白交易影响价格调整，从而交易时间内生于价格调整过程。这一结论具有重要含义：(1)市场交易发生与否都能影响价格的调整；(2)交易区间 t 以前(包括 t)完成的交易量影响价格的调整方向；交易者买入的交易量大，做市商将调高卖出报价，交易者的卖出数量大，做市商将调低买入报价；(3)交易量影响价格反映信息的调整速度，因为每个交易区间的成交量量化为 1，交易日总的交易量越大，说明价格调整所经历的交易区间越长，价格调整的速度越慢；(4)仅仅通过分析市场的交易数据来揭示信息是有偏差的，因为空白交易的信息含量被忽略了。

市场微观结构理论在交易过程本身的信息揭示中的研究指出：既然交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易中的价格序列、交易量和交易时间包含有重要交易信息，那么市场交易参与者通过对这些信息的观察与学习以及相应的交易策略调整，也是影响市场运行的一项重要因素。这些分析所隐含的结论是显而易见的，模型的研究为技术分析提供了理论基础。

三、技术分析的基本理论

（一）技术分析的假设前提

基本假设是科学研究的重要环节，如同经济学一样，基本的理论假定可以帮助我们实现对现实的预测，弗里德曼认为：检验一个理论是否有效的唯一标准是将其对现实的预测与实际数据进行比较，理论假定的现实性与理论的检验无关。经济学有理性人假定：现代马克思主义政治经济学有利已和利他经济人假设，技术分析也有其理论的基本假设。技术分析的三个基本假设包括：市场行为包容消化一切；价格呈趋势运动；历史会重演。

“市场行为包容消化一切”是技术分析的基础。技术分析不去研究市场价格变动的根本原因，而只研究市场价格本身，技术分析者认为能影响价格的所有因素都反映在价格中，包括基本面的和心理的等。但说到底价格还是由供求关系决定的。供不应求，则价格上涨；供过于求，则价格下跌，而这种供求关系是经济基本面的反映。技术分析人士通过这种关系得出基本面的看涨与看跌，且所有技术分析人士也在间接地研究基本面。基于此，技术分析人士会把大部分精力集中于价格的研究。

价格呈趋势运动。首先趋势是存在的，市场在惯性下有沿着原来趋势方向继续的动力。将市场价格行为描绘成走势图的目的就是要在趋势发展的初期就确定他们，从而达到顺势交易的目的。技术分析者的工作就是利用走势图和指标尽早确定趋势，发现趋势发生逆转的信号，以掌握时机进行交易。

历史会重演。技术分析注重对人类心理的研究，投资者进入市场后心理表现为理性和非理性，技术分析人士研究在各种价格形态下投资者的理性和非理性状态判断趋势的反转与中继。而人类在利益驱动的原动力下会表现出趋于一定的恒定模式，导致历史重演，所以可以通过对历史的研究（如过去的图表形态）来分析未来的价格走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述三大假设构成技术分析的理论基础。三者有机地融合在一起，构成一套理论系统，预测价格然后顺势改变策略；像吹号手和着美妙的音律节奏在乐海中驰骋；像冲锋在一线、知己知彼的常胜将军；更像智者洞察人间百态后的豁达与坦然。当然，这套系统并不单单提供预测的技术方法，技术分析者还在长期的实践中总结出完整的交易模式，包括市场预测、交易策略和资金管理，以助你抵达理想的彼岸。

（二）道氏理论

有了基本假设之后，下面要介绍的就是技术分析的鼻祖了——道氏理论。一般而言，技术分析是以道氏理论作为其理论基础的。道氏理论由美国人查尔斯·道所创立。其理论要点散见于他在1900年至1902年担任《华尔街日报》总编期间发表的有关股价变动的文章中，他的后继者继承并发展了道氏的理论，加以组织与归纳而成为今天我们所见到的道氏理论。

道氏理论有三个核心思想，即三重运动原理、相互验证原则和投机原理。其中三重运动原理是核心的核心。这个原理发源于自然法则，其中大级别的基本运动的规律能够为我们所把握，但次级运动带有一定的欺骗性，而像日常波动这样小级别的运动具有很强的随机性，不能为我们所把握，这是由于他们的运作机理不同。这个原则告诉我们市场的主趋势是可以被预测的，但具体运动轨迹又是测不准的。道氏理论的主要观点如下：平均指数反映了一切；市场由三种趋势组成；主要趋势可分为三个阶段；各种平均指数必须相互验证；成交量必须印证趋势；一个趋势将持续，直至有明显的反转信号。

1. 平均指数反映一切

代表价格的平均指数反映了所有影响供求关系的因素。包括未知的基本面，虽然不能预测突如其来的天灾人祸等突发事件，但价格也会在一段调整后反应出来，这就是指数对一切信息的消化，这个过程不是瞬间完成的，需要一个调整过程，而投资者可以通过观察指数序列来学习价格的调整过程从而相应调整交易策略。

2. 市场由三种趋势组成

根据道氏理论，价格运动有三种趋势：主要趋势、次要趋势和短期趋势。其中最重要的是主要趋势，即价格广泛或全面性上升或下降的变动情形。其中，只要下一个上涨的水准超过前一个高点，而每一个次级的下跌其波底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都较前一个下跌的波底高，那么，主要趋势是上升的，这被称为多头市场；相反地，当每一个中级下跌将价位带至更低的水准，而接着的弹升不能将价位带至前一个市场的高点，则主要趋势是下跌的，这称之为空头市场。这种变动持续的时间通常为一年或一年以上，价格总升(降)的幅度超过20%。对投资者来说，基本趋势持续上升就形成了多头市场，持续下降就形成了空头市场。价格运动的第二种趋势称为次级趋势。因为次级趋势经常与基本趋势的运动方向相反，并对其产生一定的牵制作用，因而也称为修正趋势。这种趋势持续的时间从3周至数月不等，其上升或下降的幅度一般为基本趋势的1/3或2/3。价格运动的第三种趋势称为短期趋势，反映了价格在几天之内的变动情况。修正趋势通常由3个或3个以上的短期趋势所组成。

3. 主要趋势可分为三个阶段

道认为趋势中最重要的是主要趋势，并将其分为三个阶段：收集阶段、公众参与阶段和派发阶段。收集阶段是市场中嗅觉最灵敏的投资者的建仓阶段，他们认识到目前的价格是“利空”出净的价位，已经消化吸收了所有的利空；公众参与阶段是大众在价格上升，利好消息不断时开始参与的阶段；当形势明朗，好消息遍布的时候，投机性成交量和公众广泛参与之时，派发阶段就开始了。

4. 各种平均指数必须相互验证

道认为，只有各种指数都给出相同的信号且相互验证才会出现趋势转变。实际上，当时主要是工业股平均指数和铁路股平均指数。他认为当两者都涨过前一个次高点才确认一轮牛市的开始或持续，且这些信号发出的时间间隔越短越好。

5. 成交量必须印证趋势

价格上涨需要资金的推动，如果没有成交量的跟进，上涨就乏力。在主要趋势上成交量应当是逐步增加的，这样趋势才能持续。所以，在上升趋势中，成交量随市场上涨而增加，随市场下跌而减少；在下跌趋势中，成交量应当随市场下跌而增加，随市场上涨而萎缩。

6. 一个趋势将持续，直至有明显的反转信号

趋势有随继续沿原来方向前行的惯性，只有当阻挡它前行的外力或因素慢慢积累到能扭转它时，且发出明显的反转信号，原趋势才会终结。这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信号就是我们后面要讲的价格形态中的重要位置的突破，它至少警示我们趋势或将反转。

道氏理论作为技术分析的理论基础和技术分析工具之一，在长期的实践中证明它对市场趋势的预测是成功的，特别是在大牛市和大熊市的判断上。例如，在 1929 年，工业平均指数在 10 月 22 日发出信号，一个持续了长达 6 年的牛市将发生反转，10 月 23 日得到铁路平均指数的印证，成功预测了后来的市场趋势。对道氏理论的批评主要集中在延迟性和缺乏精确度上。一般道氏理论确认趋势发出信号时已经错过了一段市场运动的 20% 左右，交易者认为它不能精确地帮助他们逃顶和抄底，在期货市场上表现更是明显。我们不妨看个失效摆动的例子，失效摆动是一种反转形态。在图 6－1 中表现为点 C 的反弹低于前一个高点 A，然后价格跌破了点 B，这样，两个依次下降的波峰和两个依次下降的波谷就出现了，那么在最低点 B 被跌破的位置（点 D）就是明确的卖出信号了。

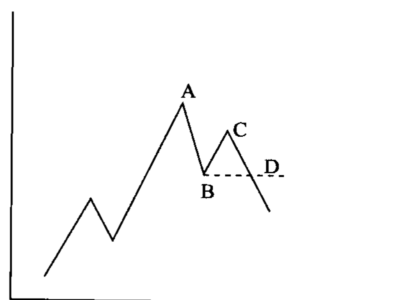


图 6－1　失效摆动

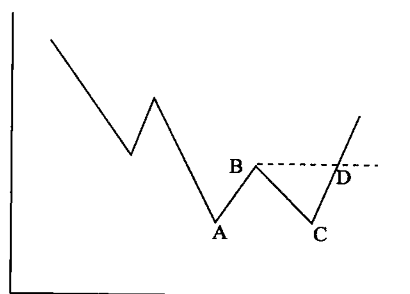


图 6－2　底部失效摆动

从上面的例子我们很容易看出道氏理论发出信号时已错过了一段市场运动。如图 6－2，道氏理论在点 D 处发出买入信号，此时市场已运行了由点 C 到点 D 的距离，这是道氏理论无法预测的。

（三）艾略特波浪理论

波浪理论是技术分析大师艾略特发明的一种价格趋势分析方法。艾略特本人是一位会计师，卧病在床后，他潜心研究股市价格的变化规律，运用道琼斯指数进行大量的分析和验证，经过长期研究，发现股市价格变化如同大自然的潮汐一样具有明显的规律性，一浪接着一浪，周而复始。正是因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价的变化具有这样的规律，投资者才可能依据这一规律预测价格的未来走势，制定正确的交易策略。

艾略特波浪理论以固定波状模式将价格走向进行分类。这些模式能够表示未来的指标与逆转，与趋势同向移动的波浪被称为推动浪，而与趋势反向移动的波浪被称为调整浪。艾略特波浪理论分别将推动浪和调整浪分为5种和3种主要走向，这8种走向组成一个完整的波浪周期，时间跨度可从15分钟至数十年不等，如图6-3。艾略特波浪理论具有挑战性的部分在于：1个波周期可用8个子波周期组成，而这些波又可被进一步分成推动浪和调整浪。因此，艾略特波浪理论的关键是能够识别特定波浪所处的环境，这就要把波浪理论的三个重要方面联系起来综合分析判断，即形态、比率和时间。形态是指波浪的形态或构造；比率是指在测量不同波浪间的关系来确定回撤点和价格目标时的比例；时间是指各浪时间跨度之间的关系。

在运用波浪理论时，关键在数浪，而确定三浪和五浪则具有决定性意义，因为一个完整的五浪运动通常意味着调整过后还有更大一级的波浪在后面。波浪理论中最重要的一条规则是：调整浪不会以五浪的形式出现。假如你看到了五浪调整，那说明调整远未结束，因为那只是调整浪的第一浪。具体制定交易策略时，应综合考虑波浪形态、比率和时间三者的配合，而它们之间又是有规律可循的，这就是斐波纳齐数字序列，该序列形成了艾略特波浪理论的数学基础。这个数字序列是1，1，2，3，5，8，13，21，34，55，89，144，等等，以至无穷。认真观察就可以发现其特点：

（1）任意两个相邻的数字之和等于下一个更大的数字。如5加8等于13，8加13等于21，等等。

（2）在最初的四个数字之后，任意一个数字与下一个更大的数字之比趋向于0.618。

（3）任意一个数字与前一个数字的比值约等于1.618，或0.618的倒数。

（4）隔一个数字相邻的两个数字的比值趋向于2.618，或其倒数0.382。

斐波纳齐数字序列在波浪理论中的应用不只是数浪，在浪与浪之间还有比例关系问题。

（1）三个推动浪中的一个浪会延长，另外两个浪的时间和幅度均相等。如果浪5延长，那么浪1和浪3应当大致相等；如果浪3延长，那么浪1和浪5基本相等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)把浪 1 的长度乘以 1.618，然后加到浪 2 的底部上，可以得出浪 3 顶部的最小目标位。

(3)把浪 1 乘以 3.236(2×1.618)，然后分别加到浪 1 的顶部和底部上，大致可得到浪 5 的最大目标和最小目标。

(4)如果浪 1 和浪 3 大致相等，那么预计浪 5 会延长。其价格目标的估算方法是：先量出从浪 1 底部到浪 3 顶部的距离，再乘以 1.618，并把结果加到浪 4 的底部上。

(5)浪 C 长度的估算方法是：把浪 A 的长度乘以 0.618，然后从浪 A 的底部减去所得的结果。

从上面的数字可以看出，斐波纳齐数字与黄金分割率关系密切。根据艾略特大量的研究，发现股价变化的每一波浪之间的比率，包括波动幅度与实践跨度，都较好地吻合黄金分割率的比例值，而这跟斐波纳齐百分比回撤基本如出一辙。在回撤分析中最常用的数字是 61.8%、38% 和 50%，即在强势中，最小的回撤为 38% 左右；在弱势中，最大的回撤百分比为 62%。实际上，在回撤中，二分之一回撤和完全回撤位置也是一个重要的支撑区，如图 6-4。如果上述波浪形态的回撤比率再加上时间目标的配合，则分析人士就可以期待市场运行的具体坐标了。比如，如果确定了 3 浪为延长浪，则根据 1 浪和 3 浪可大概确定去 5 浪的运行时间和目标价位。

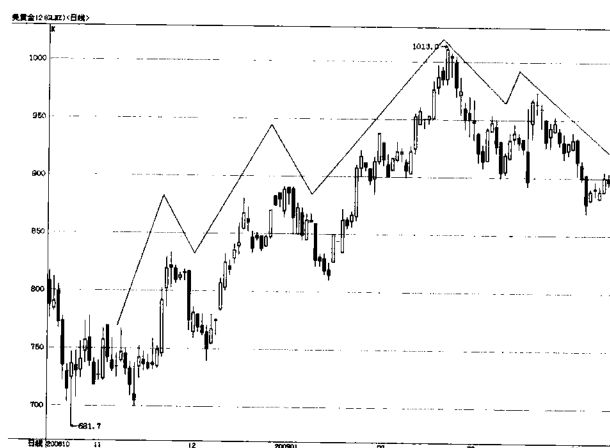


图 6-3　完整波浪周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

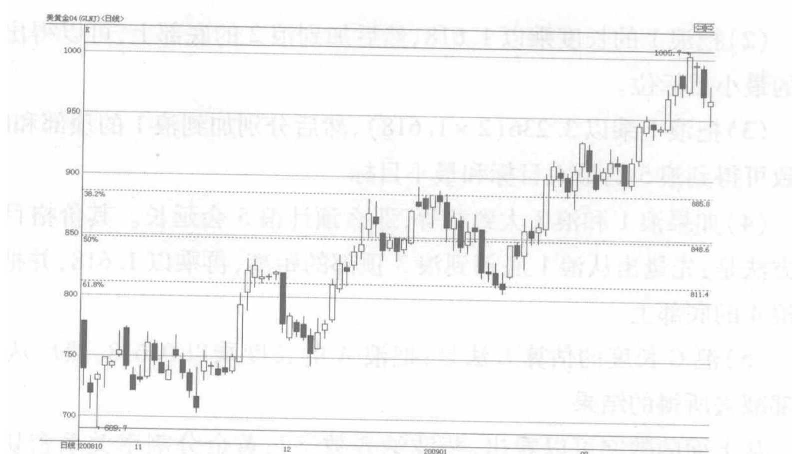


图 6－4 黄金分割率

注意，群体心理的博弈是波浪理论的重要依据之一，所以才会有历史一次又一次的重现。因而它对广泛的群众基础要求更高，这也是技术分析的本质，下面我们将会谈到。而黄金期货市场，因标的物独特的双重属性，场内投机气氛浓重，群众基础较强，所以是较好地运用波浪理论的市场之一。



第二节 图表分析

一、图表分析方法简介

打好理论基础后，我们就可以放心进行图表分析了。一切外在影响价格的因素都已经全部反映在价格走势上，通过价格的走势图就可以预测价格未来的趋势。这里要说明的是，预测价格趋势的信息来源除了价格外，成交量和持仓量也相当重要，它们全都可以在走势图上反映出来。成交量代表那天市场交易的总量，它在走势图的下方用竖直柱记录出来，较长的成交量柱线表示那天的成交量较大，较短的柱线表示较小的成交量。持仓量是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当日收盘所有市场参与者持有的未平仓期货合约的总数。由于对于每一张多头合约必有一张对应的空头合约与其对应，所以持仓量记录的是多方或空方持有的未平仓合约数。持仓量通常由沿走势图下部的实线表示，位于成交量上方，价格下方。如图 6－5。

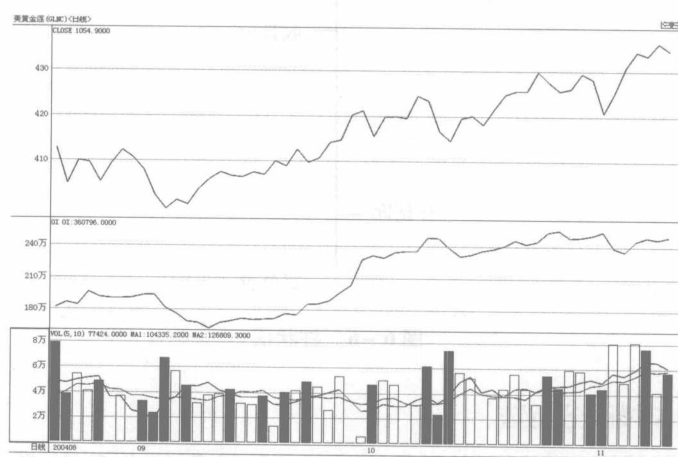


图 6－5　线形图

技术分析中，使用的走势图一般有三种——线形图、柱状图和 K 线图。对应的分析分析方法是线形图分析法、柱状图分析法和 K 线图分析法。其中线形图是最简单的一种；柱状图是技术分析人士使用较多的一种，主要集中于欧美；而 K 线图则为亚洲分析人士所喜好，当然包括中国，所以后面我们尽量使用 K 线图分析方法以符合交易者的习惯。

（一）线形图分析法

所谓线形图分析法，是指利用收盘价格描绘市场运动的分析方法。由于在每天的最高价、最低价、开盘价和收盘价中，投资者认为收盘价所包含的信息最为丰富：是每天价格波动的总结，也是多空双方博弈的最终结果，更是是价格波动中最重要的一项数据，所以线形图分析人士只采用收盘价格来构造走势图预测未来的趋势。

（二）柱状图分析法

柱状图分析法是利用最高价、最低价和收盘价描绘市场运动的分析方法。柱状图把最高价和最低价用直线垂直连接起来，再把收盘价用一条短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

横线在垂直的相应点上向右划出一定长度表示出来。与线形图相比，它更有效地反映了市场的表现和价格的走势。现在一般都加上开盘价，并在垂直线的左侧标示以更全面地捕捉市场信息。如表 6－6 所示。

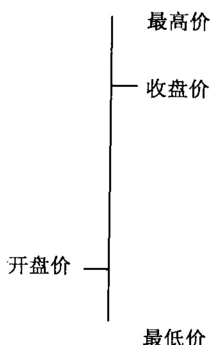
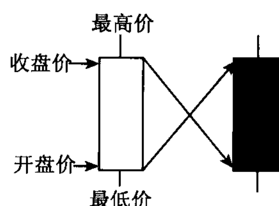


图 6－6　柱状图

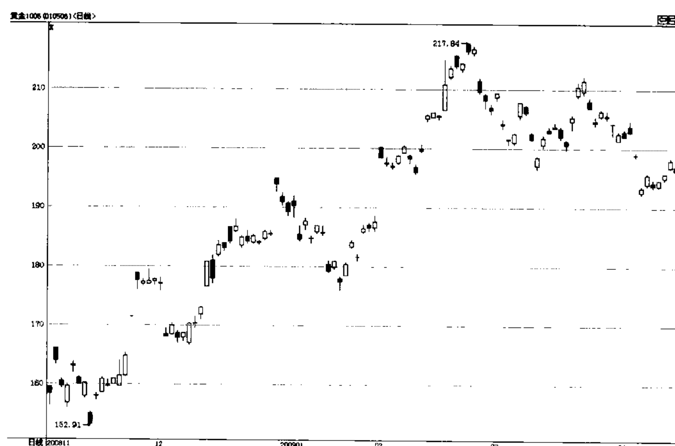
（三）K 线图分析法

所谓 K 线图，就是将每日、每周或每月的开盘价、收盘价、最高价、最低价等涨跌变化状况，用图形的方式表现出来。K 线又称阴阳线、棒线、红黑线或蜡烛图。它起源于日本德川幕府时代（1603～1867 年）的米市交易，用来计算米价每天的涨跌，后来人们把它引入股票市场价格走势的分析中，已成为股票技术分析中的重要方法。目前，这种图表分析法在我国以至整个亚洲地区尤为流行。绘图时，首先找到该日或某一周期的最高和最低价，垂直地连成一条直线；然后再找出当日或某一周期的开盘价和收盘价，把这二个价位连接成一条狭长的长方柱体。假如当日或某一周期的收盘价较开盘价为高，我们便以红色来表示，或是在柱体上留白，这种柱体就称之为“阳线”；如果当日或某一周期的收盘价较开盘价为低，我们则以绿色表示，又或是在柱体上涂黑，这柱体就是“阴线”了。通过 K 线图，我们能够把每日或某一周期的市况表现完全记录下来，股价经过一段时间的盘档后，在图上即形成一种特殊区域或形态，不同的形态显示出不同意义。我们可以从这些形态的变化中摸索出一些有规律的东西出来，K 线图形态可分为反转形态、整理形态及缺口和趋势线等。K 线图分析法就是借助 K 线图分析价格变动的一种技术分析方法。如图 6－7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(1)



(2)

图 6－7　K 线图

二、趋势分析

凡成功者，必有坚定而明确的目标。技术分析能数十年屹立于林林总总、千变万化的市场中，其严密的逻辑和明确的目标功不可没，现在你也应该毫无迟疑地回答出技术分析的目的了。价格包含一切，通过价格走势图来研判市场行为。技术分析的最终目标就是推测未来市场的变化趋势。趋势向上，投资者的策略就是买进；趋势向下，那么就卖出；趋势不明确，则静待市场信号出现再参与。

（一）趋势线

市场运动要么向上或向下，要么在一段时间内横盘整理，因而可以将趋势分为上升趋势见图 6－9、下降趋势见图 6－8 和水平趋势三类。实际上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平趋势也就是趋势不明确状态。从技术分析本质上讲，此时是多空双方势均力敌，使得价格维持在某一区间震荡。在一个上升的行情中连接价格波动的各个低点会形成一条向上的直线；在一个下降的行情中连接价格波动中的各个高点会形成一条向下的直线，这些直线便是反映价格变动方向的趋势线。上升趋势线表示价格沿此线向上攀升，虽然其间会出现小波动，价格时而回落，但回落到趋势线附近或触及趋势线便掉头继续向上。这是多空双方博弈中多方占据上风，当调整到趋势线附近多方果断接盘，强大的买盘和浓厚的买气推动价格一波接一波向上推进。相反，下降趋势则表示价格一波接一波向下滑落，空方在接近趋势线时趁机抛售筹码。在具体构图时，比如图6－8，当市场出现点1和点3时，根据两点确定一条直线，我们可以先连接点1和点3作出一条准趋势线，点5的出现才证明这条趋势线是有效的。

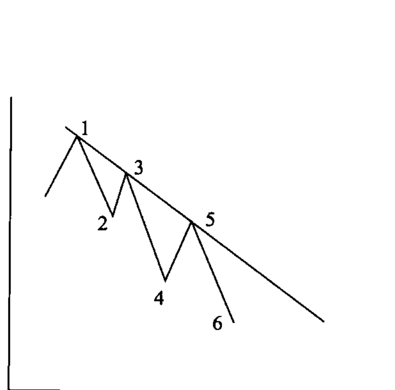


图6－8　下降趋势线

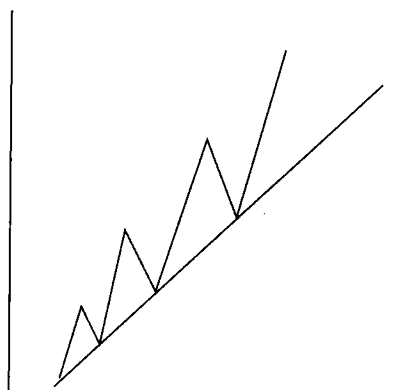


图6－9　上升趋势线

（二）支撑与阻力

要知道趋势线的作用，就要了解支撑和阻力。支撑表示市场在下降到某个价位时买气极强，多方战胜空方，价格再次掉头形成波谷；阻力则表示市场在上升到某个价位卖气极强，空方压倒多方，价格再次掉头形成波峰。

在上升趋势中，每个相继的低点要高过前一个低点，每个高点要高过前一个高点，阻力代表中途的调整，价格随后会冲破阻力位继续向上。但如果上升趋势中的回调一直跌到前一个低点的位置，那么在此位置市场可能发生转向。如果跌破这个支撑位，那市场很可能转向下跌趋势，同样市场在回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调后向上冲击前一个阻力位时，如果不能冲过去则面临变盘的风险，这些都是投资者要警惕的位置。在下降趋势中，支撑也只能暂时阻止价格的快速下滑。但如果价格未能向下击穿支撑位反而向上击破阻力位则构成反转形态。如图 6－10、6－11 所示，这个我们后面再详细介绍。

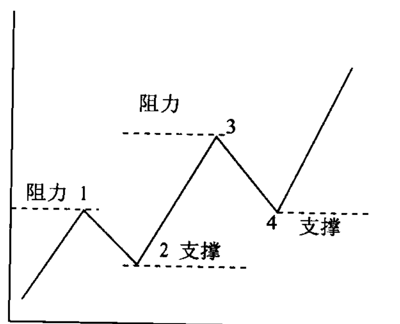


图 6－10　上升趋势

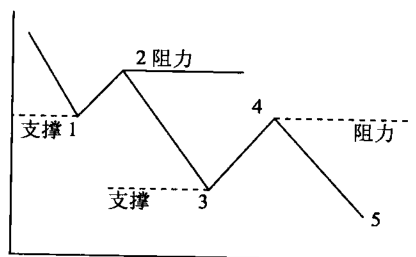
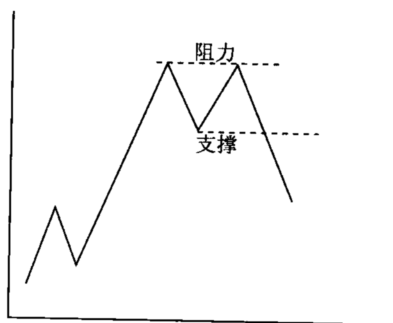


图 6－11　下降趋势

有时支撑和反转会相互转换角色，阻力变支撑，支撑变阻力，这是怎么回事呢？其实图 6－13 和图 6－14 已真实地反映了这一点。图中阻力位置上，空方选择离场后发现自己站在错误的一方了，因为价格突破阻力位继续向上了，所以他们期望下次在他们离场的价位再次进场，多方在确认自己的策略正确时会更加大胆在原来的阻力位做多。这样，原来的阻力就成了新的支撑了。这个位置的重要性依时间和成交量可进行判别。时间越长，成交量越大，说明此处的交易越频繁，其意义就越重大。



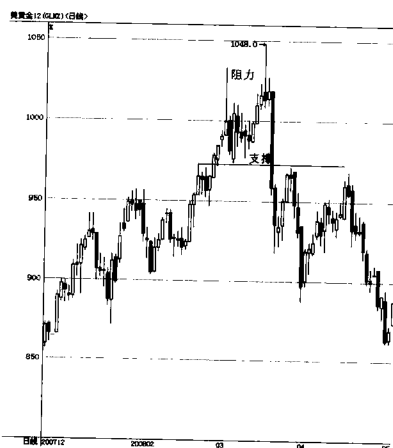


图 6－12　支撑与阻力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

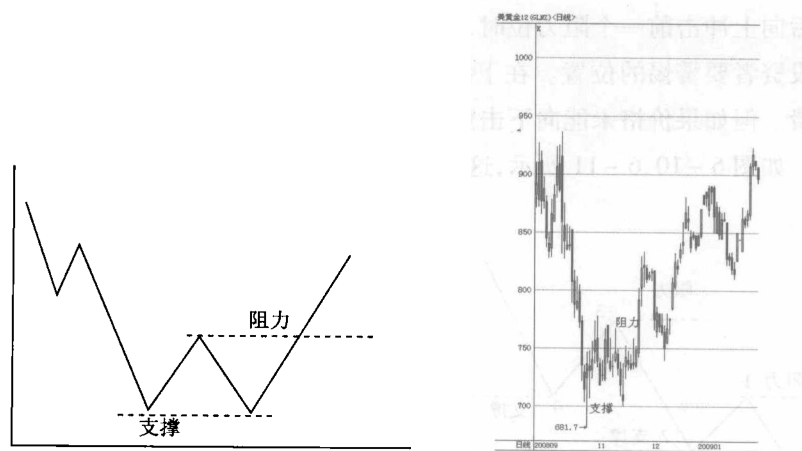


图 6－13　支撑与阻力的转化

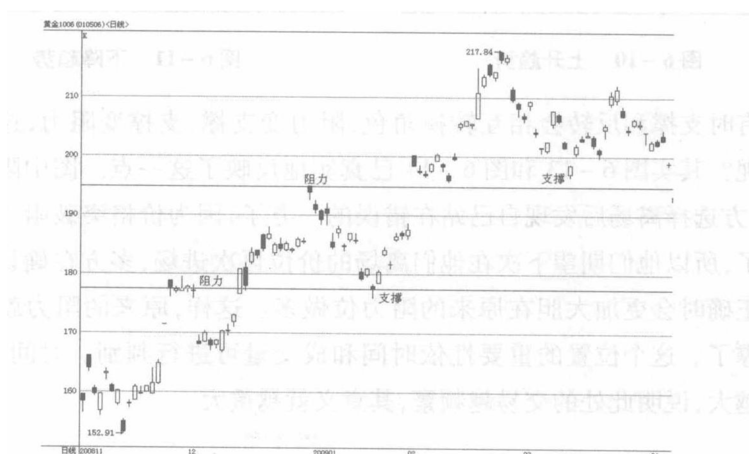


图 6－14　支撑与阻力的转化的例子

结合上面支撑和阻力，我们可以把趋势线看作是走势图上的支撑线和阻力线。在一定阶段连接各高点形成阻力线，连接各低点则形成支撑线。注意，支撑线和阻力线可同时出现在上升趋势和下跌趋势中，而水平趋势的支撑线和阻力线则是近似水平的。所以，在两条平行的支撑线和阻力线之间就形成一条通道，在一段时间内，市场就在通道内运动，投资者就可按通道操作，即在通道下端做多，上端做空，如图 6－15 所示。

下面我们来看看突破。突破有向上和向下突破两种，我们讲的是对趋势线的突破——向下对支撑线的突破和向上对阻力线的突破。支撑线对市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6-15 通道

场起支撑作用，当价格回调到此附近，多方力量大于空方而使价格回升，价格回调到此即回升的点越多，则该支撑线的意义越大，作用越大，也就不容易跌破，所以在价格没有跌破支撑线的情况下，价格在支撑线附近或触及支撑线就视为买入信号。现在我们来讨论跌破支撑线的情况。一旦跌破支撑线就实现了我们前面讲的支撑与阻力之间的转换，此时原来的支撑线就变成了新的一轮市场运动的阻力线了。随后市场运动到此线附近，由于买盘抛压沉重，价格上涨乏力转而下跌，这时此处就视为卖出信号了。如图 6-16。同样，当价格向上突破阻力线时，原来的阻力线就变成了新的一轮市场运动的支撑线了。这是多方信心十足的表现，所以随后价格回调到此就可视为买入信号。如图 6-17。

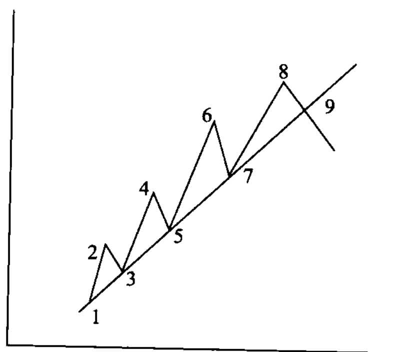


图 6-16 向下突破

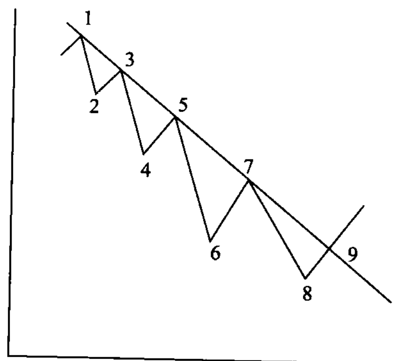


图 6-17 向上突破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6－18　向下突破的例子



图 6－19　向上突破的例子

在实际操作中，投资者可能会发现，经常价格突破阻力线后不久就迅速回落扭头向下，这就是“假突破”。我们不去研究这种现象发生的原因，投资者应该能斟酌出它的好坏，我们要研究的是，什么时候的突破是有效突破，什么时候的突破是假突破，以及我们应该怎么处理盘中的细小突破。下面我们给出几种方法和策略供投资者参考：（1）成交量原则：市场向上突破阻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力线必须伴随成交量的明显放大，否则就不能判定为有效突破。因为只有成交量的变化才能真实地反映出主力的意图和市场人气的盛衰。当你所关注的股票处在相对低价区，股价上升接近阻力位时，应密切注意成交量的变化。若此时卖盘量远远大于买盘量，且有大手笔的现手买单以卖出价的价格将卖盘量一口口吃掉，从而使成交量突然放大，说明多方开始攻击阻力位。如果成交量能持续放大将阻力位积累的大量卖单吃尽，反映出资金入场，股价必将上涨，此时应及时跟进；相反，若成交量无法持续放大，则说明多方无力攻破阻力位，股价将遇阻回落，此时应卖出持股。当股价在相对高价区卖盘量大于买盘量，且有大手笔的现手买单将卖盘量吃尽，形成放量突破的态势时，但股价突破阻力后无法快速升高，出现价平量增或价略升量巨增的情况，说明主力在阻力位通过“对倒”的手法，放量形成假突破，以吸引散户追进，借机派发，此时应卖出持股，离场观望。若市场向下突破支撑线可以不需要成交量的配合，但需要随后几天的确认。（2）穿透程度：它是指收市价穿透趋势线的幅度，一般2% –3%，这跟投资者的风险承受能力和市场特性有关。比如在股票市场，风险承受能力较强的投资者可以接受5%左右的穿透；但在期货市场，可能就只能容忍1%的穿透。（3）两天原则：它要求趋势线被突破后至少有连续两天的收盘价在突破方的一边。这里我们再次强调收盘价的重要性，作为一条总的原则，收盘在趋势线的另一侧比日内穿越更重要。比如市场跌破上升趋势线后，第二天又回到趋势线上方，则此为假突破，但如果随后的几天回升不能重新站回原趋势线上，而是在接近趋势线时受到打压，则市场会再度向下，突破成立，此时发出卖出信号。从上面的分析可以看出，对待突破要具体情况具体分析。在风险承受范围内，投资者对此可忽略不计。

（三）趋势线的调整

随着市场运动的进行，通常一根趋势线不足以描述当前一阶段的特点，所以有必要对当前的趋势线进行调整，但如果市场突破原有趋势后发生反转，则无调整可言。调整一般是在市场上涨突然加速或放缓时对原趋势线的调整。因为快速上涨的行情一般不会持久而有放缓的要求；缓慢上涨的行情升势太弱，在上升趋势中通常会有加速上涨阶段。如图6 –20、6 –21所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

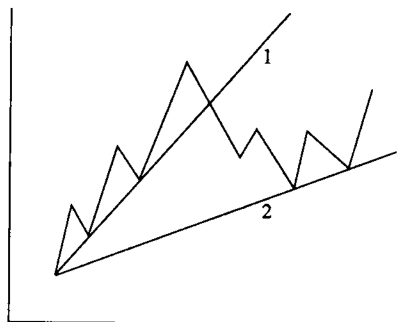


图 6-20　升势放缓

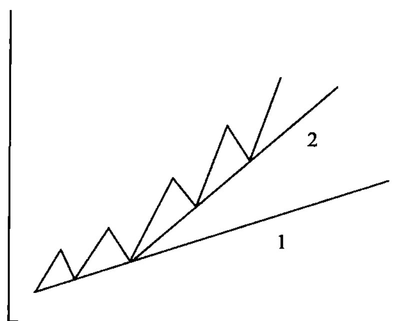


图 6-21　升势加速

如果市场在突破调整的趋势线后仍然没有反转，那就要求我们对趋势再一次调整，保留原趋势线，这种情况在走势图上表现为扇形走势。如图 6-22。对扇形走势的研究理论称为扇形原理。扇形原理认为：在扇形走势中，第三条趋势线的作用很重要，一旦此线被有效突破，通常则意味着市场的反转即将来临。扇形走势中，原趋势线一旦被有效突破，就会实现支撑与阻力的转换，阻力线会变支撑线，支撑线会变阻力线。而第三条趋势线的阻力和支持相对较强，如果价格冲破此线，则是市场买卖信号的出现。如图 6-24。

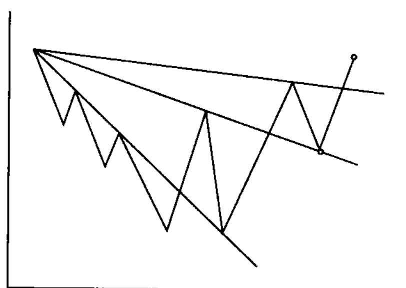


图 6-22　扇形原理

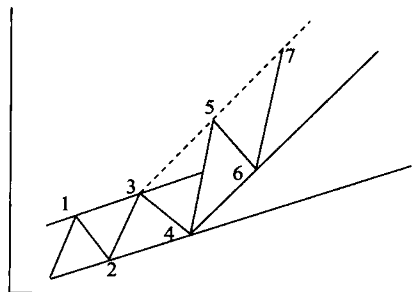


图 6-23　通道的调整

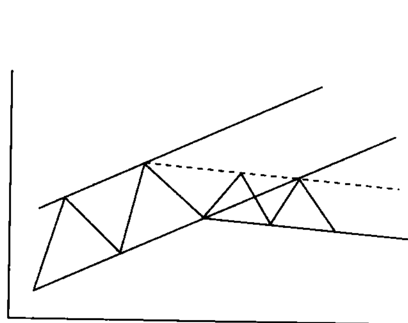
同样，如果市场突破通道趋势线也需要对原通道进行调整。一般情况下，当市场运动无力到达通道的某一边时则意味着趋势可能要调整，而且市场朝另一边突破趋势线的可能性更大。如果市场突破上升通道的上趋势线则表示市场加速上涨，对通道的修正可以从最后一个反作用低点出发，作出新的修正通道。类似地，一轮上升趋势未能到达通道的上趋势线则可在上一个反作用的低点之下作出新的通道，这种通常是行情反转的警示。如图 6-25。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6-24　扇形例子

另外，通道的测量功能在实际中的应用也较广泛，即市场突破通道后会运动一段与通道宽度相等的距离。这就是根据图表的形态来预测价格目标的方法之一，后面我们会看到还有很多价格形态具有类似功能，投资者可简单地沿突破点投射一段与价格形态相等的距离，即可确定目标位。注意，这里的目标位只是市场短期的目标位，到达目标位后市场一般会回撤，而回撤的幅度，前面我们也介绍过，应用最多的是 61.8%、50%、38.2% 等斐波纳齐回撤。除此之外，分析人士经常使用的还有最大百分比回撤和最小百分比回撤，即三分之一回撤和三分之二回撤。这些价位的支撑和阻力都是投资者要关注的。比如，一旦市场在 66% 处未能撑住，那就发出市场可能反转的信号了，它通常将继续回撤至 100% 处。如图 6-26。


图 6-25　通道的调整

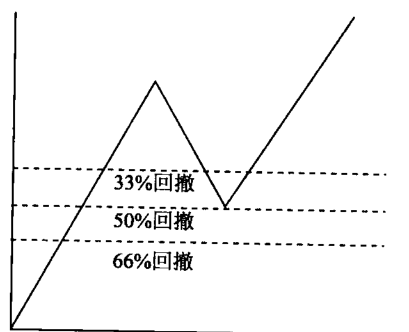


图 6-26　百分比回撤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）缺口分析

缺口是指走势图上没有任何交易的价格区间。在日K线图上较常见，表现为相邻两天的交易缺少连贯性，其间有一段价位没有交易记录，在图上留下一个空白区域，这就是我们说的缺口。比如在上升趋势中，市场在前一天的最高价之上开盘，当天最低价大于前一交易日的最高价，则在K线图上留下个缺口；在下跌趋势中，市场在前一天的最低价之下开盘，当天最高价小于前一交易日的最低价，同样留下一个缺口。这种缺口产生的原因是由于第二天开盘时有大量的买单或卖单进场，造成供求失衡，而全天的交易又未能与前一天价格连接。一般向上跳空的缺口是市场坚挺的迹象，而向下跳空的缺口则是市场疲软的表现。如果市场在随后一段时间回到原来的缺口价位，则称缺口回补。注意，没有“缺口必须回补”的说法。

下面我们看一下缺口的分类，之所以要把缺口分类是因为缺口出现在不同的形态不同的位置意义不一样，会导致不同的预测结论。缺口分三种：突破缺口、持续性缺口及衰竭缺口。

1. 突破缺口

突破缺口通常发生在一段价格整理之后，当价格在交易密集区完成整理，并发生突破时，常以缺口形态显现出来，这种缺口便是突破缺口。突破缺口发生的原因，主要是在一段长时间的价格整理后，一方多次将对方的力量消化，终于在某一时点，价格出现供求失衡，跳空形成缺口。由于价格以跳空的方式突破重要趋势线，因此这种缺口便称为突破缺口。如果这个突破伴随着大量，则可以确认这个突破是一个有效突破，是个强烈的信号。伴随着大量的突破缺口，多半不会被填补，至少在短时间内不会被填补。向上的缺口通常在随后的市场调整中起支撑作用，一旦突破缺口被回补，则是市场走弱的信号。

2. 持续性缺口

持续性缺口也称逃逸缺口，中途缺口，它是市场上升或下跌途中出现的缺口。当市场运动发展了一段时间后，市场会向前跃进，形成持续性缺口，它显示市场将继续沿原来趋势运行。在上升趋势中，它是市场坚挺的信号；在下降趋势中，则是市场疲弱的信号。它与突破缺口的区别是，它一般出现在一轮趋势的中点附近，所以持续性缺口可帮助我们预测未来市场运动的目标位：从突破位置到持续性缺口的距离为市场未来运行的距离，即行情到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此走完了一半。

3. 衰竭缺口

一轮行情经历了一段较长的时间后，多空双方耗尽最后的力量向前冲刺导致短暂的供求失衡而形成的缺口称衰竭缺口。上升过程中出现衰竭性缺口意味着升势即将结束；下跌过程中出现衰竭性缺口意味着即将止跌企稳。所以这种缺口带有迷惑性，表面市场升势有力，往往市场在随后几天或一段时间内就扭头反转。如图 6－27。

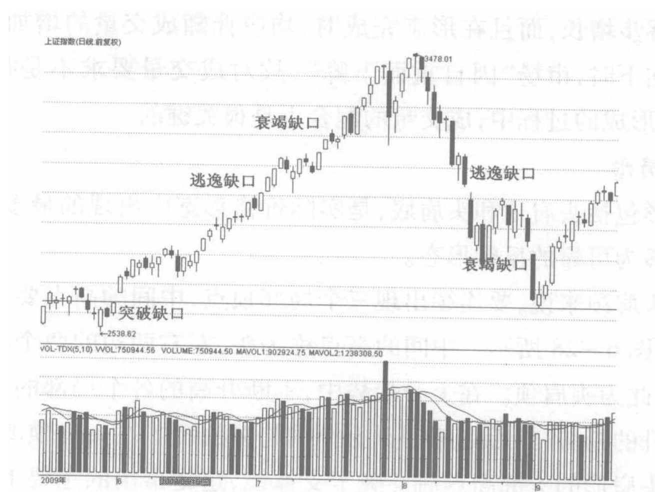


图 6－27　缺口

三、价格形态分析

接着前面我们提到的突破，突破可以理解为一轮行情的持续和新一轮行情的开端。也就是说，往往市场突破后就确定了未来的趋势，那么突破之前，市场一般处于无趋势状态，也就是我们说的横向延伸状态。要确定未来的趋势，就需要对这种横向整理状态进行研究，研究的手段就是我们接下来要讲的价格形态。价格走势图上特定的图形构造，多具有预测价值，主要分成两大类：反转形态和持续形态。

（一）反转形态

反转形态特征是价格原先的趋势不再继续而是向相反方向运动。反转突破形态主要有头肩形、多重形、双重形、圆弧形、V 形等形态。反转突破形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态是形态理论的重要内容，判断反转形态时要注意以下几点：

首先，市场原先必须有明确的趋势存在，否则无从比较趋势的反转。价格必须先具有明显的运动趋势才可谈趋势的反转，且趋势规模越大，形态的意义越大。第二，某一条支撑线或阻力线被突破，是确认反转形态的重要依据。即将降临的反转过程经常以重要趋势的突破为开始。第三，形态突破反转向上需要有成交量的配合，但反转向下不一定需要成交量配合。运用形态理论要结合量价关系分析。前面我们讲过量价关系，成交量在顺市场趋势方向逐步增长，而且在形态完成时，均应伴随成交量的增加，特别是向上突破。向下时，市场“因自重而下降”，故对成交量要求不是很严格。另外，在形态形成的过程中，成交量的配合也是很关键的。

1. *头肩形*

头肩形包括头肩顶和头肩底，是实际价格形态中出现的最多的形态，也是最著名最为可靠的反转形态。

对于头肩顶来说，要连续出现三个局部顶点，中间的高点要比另外两个高点高，如图 6－28 所示。中间的高点称为头，左右两边的两个相对低的高点称为肩，此为头肩顶。在上升趋势中，不断升高的各个局部的高点和低点保持着上升的趋势，然后在某一点上升的趋势放缓。在头肩顶的图形中，价格在达到头肩形的头部高点后穿破了支撑线，这是市场的主要上升趋势线，此时是个危险的信号，表明市场趋势的转变，但并没有理由说市场开始反转。市场的反转发生在形态的完成和颈线的突破，下面我们看一下，头肩顶和颈线的形成。如图，在点 A，价涨量增，上升趋势良好，至点 B 的回调伴随着成交量的缩小，并无任何异常。然而，在点 C，我们会发现，市场由点 B 向上突破点 A 至点 C，成交量同前一轮上涨时的成交量相比反而有所减少，根据量价关系，这是市场发出的第一个警告信号。随后市场“飞流直下”突破点 A 和主要趋势线向下寻找点 B 的支撑，这里市场连续发出警告信号，表明市场可能走弱，因为在上升趋势中，被穿越了的波峰应当对随后的调整起支撑作用。对点 A 和上升趋势线的突破表明市场上市趋势的结束，市场在点 B 的回升很容易让我们做出市场可能在此横盘整理的判断。随后市场缩量上涨至点 E，低于前一个波峰点 C，便掉头向下，出现连续下降的波峰，让我们联想，这可能是市场新的下降趋势的开始。确认趋势的一个重要概念是颈线。在图上，通过最后的两个反作用的最低点（点 B 和点 D）可以作出一条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较为平坦的趋势线，称为颈线。在顶部，颈线通常有一个略微向上的坡度，市场对颈线的突破宣布头肩顶形态的成立，点 C、D、E、F 表明新的下降趋势形成，市场的弱势暴露无遗。跌破颈线后，通常会有个反抽，即反弹至颈线下方或点 D 处的前一个反作用的最低点 G。注意，反弹并非一定出现，有时或许只是微弱的反弹，这取决于成交量。如果市场跌破颈线时成交量明细放大，那么反弹的可能性就很小或很微弱，此时市场抛压沉重，多头毫无反攻之力。如果跌破颈线时的成交量较小，则反弹的可能性较大，但成交量萎缩。

头肩形成立后，我们关心的是市场的目标价位。对目标价位的预测，应用的还是价格形态的预测功能：市场在跌破趋势线后走出的距离同它在趋势线上方走出的距离大致相等。头肩形的形态高度是测算目标价位的基础，量出头（点 C）至颈线的竖直距离，然后从颈线向下投射出相等的距离即市场的目标价位。但注意，市场到达的这个目标价位是市场的第一目标，也即最小目标，一般市场随后都超出这个目标。投资者的策略则是在头肩顶形态确认后卖出或做空，即当市价有效突破颈线时作出沽售行动，这一时机选择的弱点是等有效跌破颈线后才做出反应不免有点迟缓，故在实际操作中，大胆的投资者可尝试在头肩顶形态的右肩入市建仓，此时入市的价位往往比破颈线才入市的策略理想得多，但要承担一定的风险，因为市场一旦未能突破颈线，则可能掉头向上。这种情况就是，头肩形偶尔作为持续形态的情况。

下面将头肩顶形态的注意要点归纳如下：

（1）先前上升趋势的存在。

（2）一般左肩和右肩的高度大致相等，少数右肩会比左肩略低，但如果右肩比头还要高，则形态不成立。

（3）若在头部构造形成后，价格在颈线水平回升，且高于头部或价格跌破颈线后回升高于颈线，则形态不成立。

（4）反弹后市场一般要再创新低。

（5）在顶部，一旦颈线被向下突破了，那么随后任何一个收盘价返回到颈线的上方都是严重的警告，表明此次突破可能是无效突破。我们称这种情况为流产的头肩形形态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

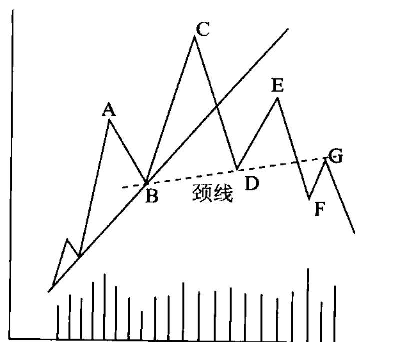


图 6－28　头肩顶

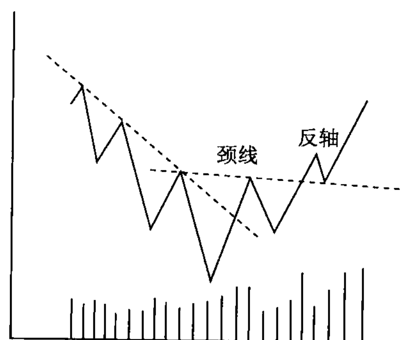


图 6－29　头肩底

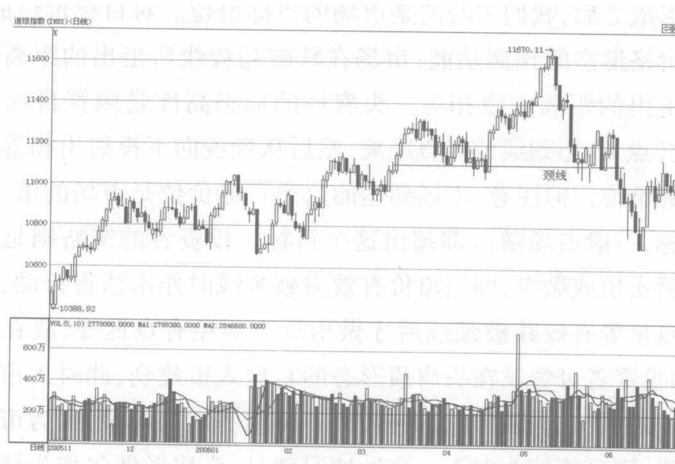


图 6－30　头肩顶例子

头肩底又称倒头肩顶，跟头肩顶相反，它有三个连续的局部低点，中间的比两肩略低，如图 6－29 所示。它的出现是大市由跌转升的一个可靠信号。市场有效突破颈线也是完成头肩底所必需的，目标价位的测算同头肩顶也相同，差别在于突破时的成交量和反弹。

和头肩顶不一样，头肩底形态中突破颈线后市场通常会反弹。这是个较小的差别，二者最大的差别在于成交量。成交量在鉴别和完成头肩底形态中扮演着很重要的角色。形成左肩时价格下跌，成交量相对增加，随后缩量



图 6－31　头肩底例子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形成头部后，开始反弹，交易开始活跃，成交量放大，并突破下降趋势线，发出第一次买入信号。整个头部的成交量比左肩多，而市场微调至右肩时成交量应该很小，并开始出现有力的反弹，反弹时，成交量明显增加，突破颈线时，成交量暴增，完成头肩底形态。

对于头肩底，要注意到的是：

(1)突破颈线时，必须要有成交量暴增的配合，否则这可能是个假突破。不过，如果在突破后成交量逐步明显增加，形态也可成立。

(2)头肩底的颈线一般稍微向下倾斜。

(3)突破颈线后的反弹不应低于颈线，否则，形态失败。

(4)头肩底一般是个筑底的过程，形态完成时间一般较长。

复合头肩形是头肩形走势中的一种变体走势，它们可能出现双头，双肩或两者同时出现，如图 6－32 所示。除此之外，它们基本和头肩形没什么差别，不过在实际中较为少见，但有同样的测算功能。在形成复合头肩形的初期，因成交量不规则而使形态难以辨认，但稍久则易发现其与头肩形的趋势是一致的。另外，根据头肩形具有强烈的对称倾向，所以当出现双左肩时，我们可以期待双右肩的出现。

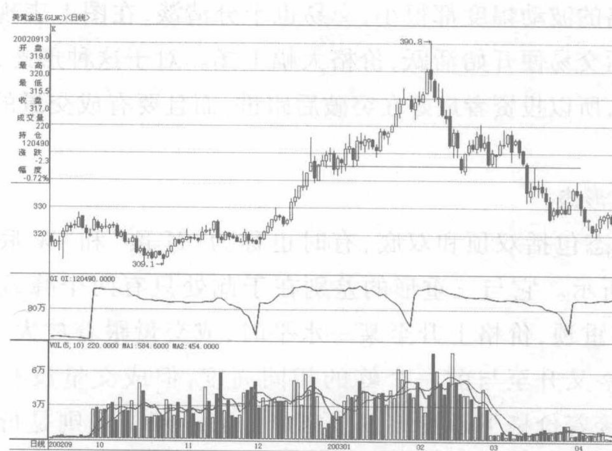


图 6－32　复合头肩顶

2. 三重形态

多重顶(或底)其实是头肩形的变体，如图 6－33、6－34 所示。其主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区别是三重顶或底的三个峰或谷位于大致相同的水平上，在三重顶中，成交量随相继的峰额递减，而在向下突破时则应增加。三重顶只有在沿着两个中间低点的支撑水平被突破后才得以完成。三重底则与此相反，不过底部突破颈线时成交量的放大仍然是关键。

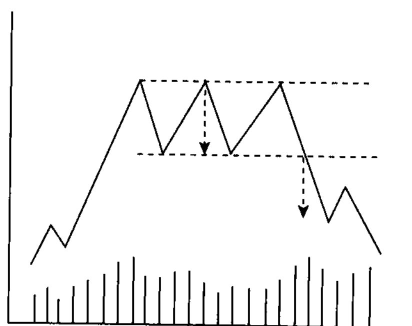


图 6－33　三重顶

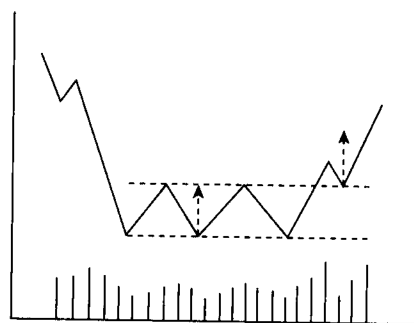


图 6－34　三重底

三重形的测算意义与头肩形相似，以形态高度为基础。市场的第一目标是沿颈线投射与形态高度相等的距离。这里再顺便介绍一下由三重底衍生出的一种潜伏底形态。它的特征是价格在一个极狭窄的范围内横向移动，每日价格的波动幅度都很小，交易也十分清淡，在图上表现为长时间的横盘，但随后交易便开始活跃，价格大幅上扬。对于这种形态，由于潜伏时间一般较长，所以投资者最好在突破后跟进，而且要有成交量的持续放大作保证。

3. 双重形态

双重形态包括双顶和双底，有时也称为“M 顶”和“W 底”，如图 6－37、6－38 所示。它与三重形的差别在于此处只有两个峰或谷而不是三个。对于双重顶，价格上升至某一水平时，成交量跟着放大，然后缩量调整，接着价格又升至与前一个峰的相同高度，但成交量没有前一个峰的成交量大，接着价格下跌突破颈线完成形态。双重底则是价格持续下跌后出现技术性反弹，成交量缩小，价格随即下跌至上次低谷位置获得支撑，然后放量突破颈线完成形态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

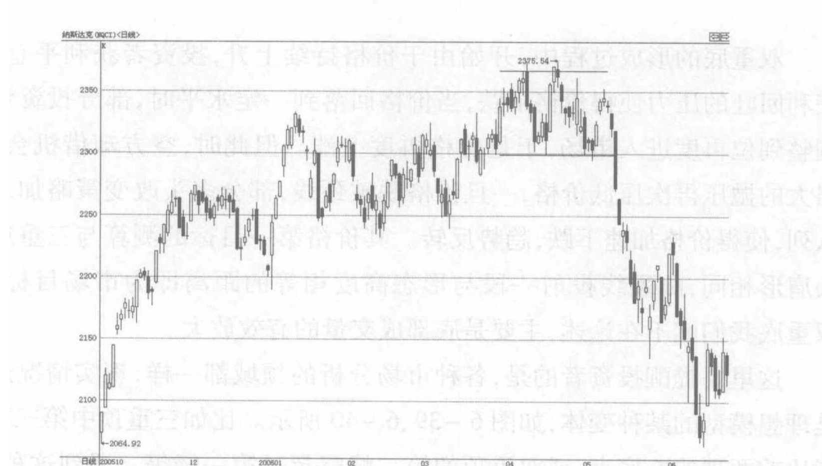


图 6－35　三重顶例子



图 6－36　双重顶例子

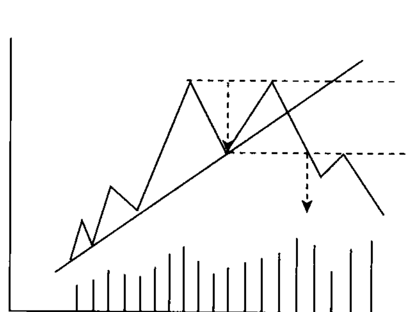


图 6－37　双顶(M 头)

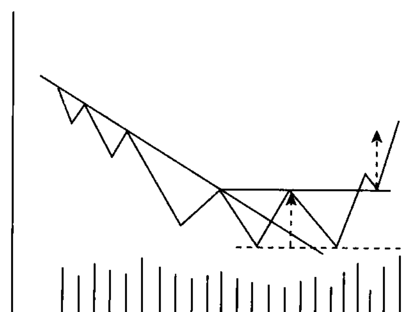


图 6－38　双底(W 底)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

双重底的形成过程中，开始由于价格持续上升，投资者获利平仓了结。获利回吐的压力使得价格下跌，当价格回落到一定水平时，部分投资者认为调整到位再度进入市场，于是价格再度上涨。但此时，空方却借机会出逃，强大的抛压再次压低价格，一旦价格跌破颈线，部分多头改变策略加入空方队列，使得价格加速下跌，趋势反转。其价格第一目标的测算与三重形态和头肩形相同，由颈线投射一段与形态高度相等的距离即为市场目标价位。双重底我们就不在论述，主要是底部成交量的有效放大。

这里要提醒投资者的是，各种市场分析的领域都一样，现实情况通常都是理想模型的某种变体，如图 6－39、6－40 所示。比如三重顶中第三重底可能比前两顶要略底点，或双重顶的第二峰略超过第一峰等。遇到这种情况，投资者可根据我们前面介绍的判断假突破的方法来处理，也可以忽略不计，等形势明朗后再入市也不迟。另外，通过双重形态完成的时间和形态的高度可以大致预测后市市场运动的规模，一般时间越长，高度越大，后市市场运动的规模也就越大。



图 6－39 牛市陷阱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

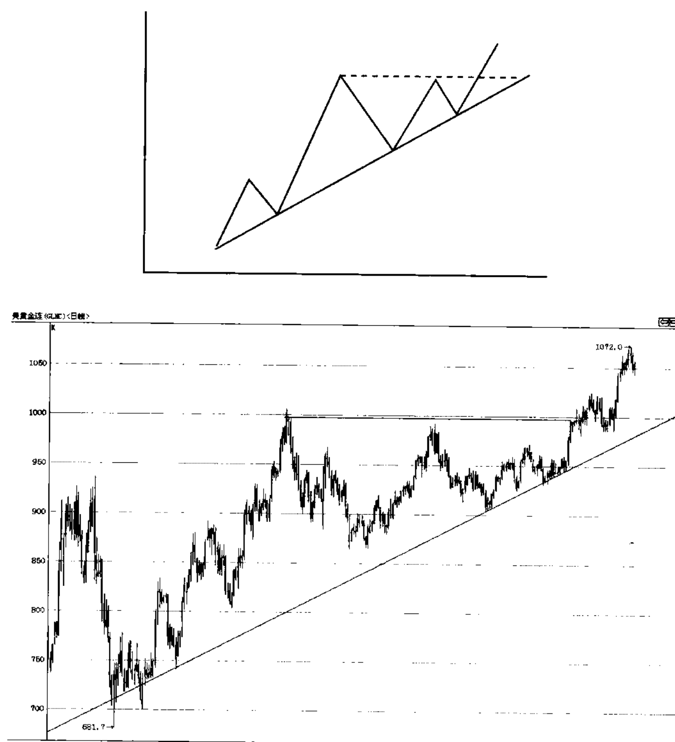


图 6－40　失败的双顶

4. 圆弧形

圆弧形包括圆顶形和圆底形，也称蝶形，是价格缓慢逆转形成的类似圆弧的构造，如图 6－41 所示。在底部，价格表现为呈弧形下跌，这是开始时卖方的压力不断减轻，于是成交量持续下降，但多头力量不强，此时价格跌势趋缓，到底部时交易量较小，但也有底部突破放出大量的情况。但随后又回落到缓慢的圆弧形态过程中，接着成交量慢慢增加，价格逐步上涨直至出现突破性的上升局面。突破完成形态后，一般市场在顶或底部边缘反复震荡，然后沿突破方向继续发展。圆顶形表示市场即将转熊，圆底形表示牛市的来临，投资者可在突破后介入，但圆弧形对未来市场运动幅度没有测量功能。圆弧形持续时间越长则越重要，未来市场运动的潜力也越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

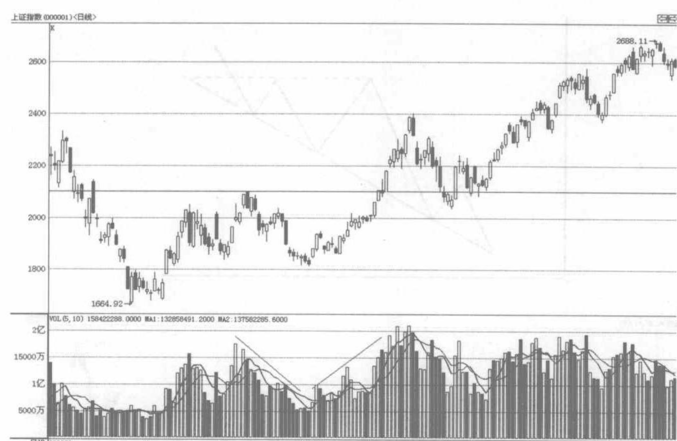


图 6－41　圆弧形

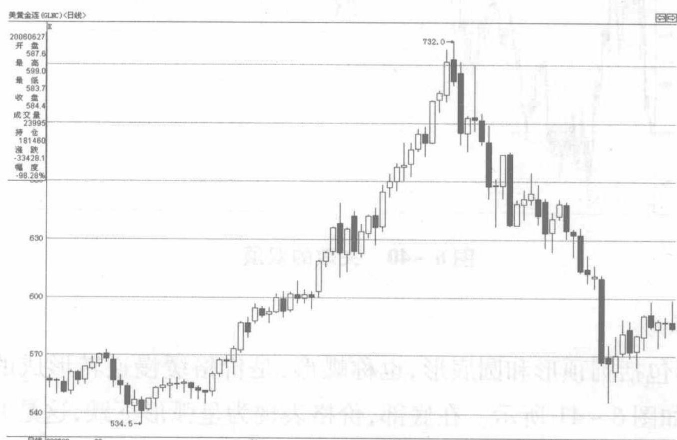


图 6－42　V 形

5. V 形

V 形是最难判断的反转形态，如图 6－42 所示。它代表市场剧烈的反转，而且通常是在毫无先兆的情况下，趋势出人意料地突然转向，并向相反方向剧烈运动。这一般是市场在原趋势中走得过远，且途中很少调整，然后迅速返回形成的。通常，在反转前发生过多次价格跳空，从缺口分析中我们可以预期后来是市场运动可能也以跳空的方式完成，通常较为剧烈。

判断 V 形反转的关键是市场对陡峭趋势线的突破，并伴随巨大的成交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量。所以形成V形反转的主要条件是事前存在陡峭或脱缓的趋势。市场一般在短期内调整至重要支撑位，通常最小至38%处。这是事情发生后，顶部获利盘平仓了结，而被套的人急于抛售，以摆脱亏损头寸，进一步加剧下跌的速度。在底部通常是市场在连续恐慌抛售后缺乏做空能量，多方轻松将价格哄抬上去，形成V形反转。这种进场时机较难把握，投资者设好止损，在途中可少量介入。

（二）持续形态

顾名思义，此类形态表示当前的趋势仍将持续，即原来趋势向上，则在持续形态后，市场仍向上运动；原来趋势向下，则在持续形态后，市场仍向下运动。所以持续形态仅仅是当前趋势的短暂停留，主要包括三角形、旗形、楔形、矩形、钻石形和持续型头肩形态等。前面我们介绍过头肩形态典型的反转形态，但并非出现头肩形就都是反转，头肩形也可以持续形态出现。实际上，有时持续形态和反转形态可以相互转化，比如三角形如果出现在顶部则构成反转形态。

1. 三角形

根据形态不同，可分为上升三角形、下降三角形、对称三角形和扩散三角形四种。对称三角形具有两条逐渐聚拢的趋势线，上面的直线下倾，下面的直线上升。左边的垂直线，表示形态的高度，成为底边，两条直线在右侧相交，交点称为顶点。上升三角形的下边线上倾，上边线水平。下降三角形与之相反，上边线下降，下边线水平。扩散三角形属于三角形的一种变体，在市场中出现的概率较小。它其实是反向的三角形形态。

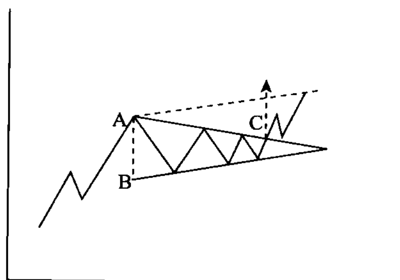
对称三角形

对称三角形通常是持续形态，如图6－43所示。在某一价格走势里，价格上升的最高点逐渐下降，而下跌的最低点逐渐升高，上升幅度的减少和下降幅度的减少大致相等。把这些高点和低点分别以直线相连接，即发现价格高点的连线（阻力线）向下倾斜，价格低点的连线（支撑线）向上倾斜，两线最后相汇于一点，即顶点，这样就形成了一个上下对称的三角形，称对称三角形。因为至少两个点才能作出一条趋势线，所以三角形中至少要有四个转折点，即市场在每根线上必须至少发生两次转折。实际上，大部分三角形通常具有六个转折点，也就是说。在三角形内包含了三个峰和三个谷，总共形成五浪。完成五浪，一般价格就要寻求突破，这也是三角形形态的完结，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突破位应该在三角形横向宽度的一半到四分之三处，横向宽度即三角形的高。但如果价格在三角形内始终未突破并超出横向宽度的四分之三，那么这个三角形就开始丧失其功能，它通常意味着价格将可能接近顶点出，而失去对后市的预测功能。

成交量在持续形态中同样很重要，在三角形内，价格的波动幅度会越来越小，成交量也相应地萎缩，这种成交量的收缩倾向，在所有的持续形态中普遍存在，但当市场选择突破趋势线时，成交量应明显增加，在随后的反弹中，成交量萎缩。这在向上突破时表现更明显也更重要。在上升趋势中，有时价格并没选择向上突破而是向下反向突破，并且连续几天成交量都明显放大，给出错误信号，紧接着价格急速逆转，开始一轮大牛市。



突破后市场目标的确定一般有两种方法。一种是先量出三角形最宽的部分的竖直线段的高度，然后从突破点起投射出与高度相等的距离；另一种是从底边的端点（点 A）出发，作出平行于下边趋势线的平行线。这条通道线就是上升趋势上方的目标价位。



图 6－43　对称三角形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升三角形和下降三角形

上升三角形和下降三角形是对称三角形的变体，也称为直角三角形，但他们的预测意义不同，如图6-44、6-45所示。图形上，上升三角形的上方阻力线是水平的，显示买方力量较强，促使价格不断上涨，但每次均在水平阻力线下受到卖压，使价格回落，不过多方力量的强大使每次价格的下挫都未到上次低点即出现回升，从而形成低位一次比一次高的态势；而下降三角形的支撑线是水平的，其显示的多空双方博弈刚好跟上升三角形相反。一般上升三角形看涨，下降三角形看跌。看涨看跌的突破均以收盘价带量有效突破水平趋势线为标志，此时是投资者进场的信号。

对它们的测算较为简单。先量出形态最宽处的高度，然后从突破点起投射相等的距离就是第一目标价位列。

三角形作为持续形态一般出现在既定趋势中，但有时它们也会出现在底部或顶部。在下降趋势末出现上升三角形的例子很常见，下降三角形出现在顶部也很多，这种情况下，该形态仍然有效。此时它们更倾向为反转形态了。形态完成的时间一般要一个月以上，但不会太长，否则就不叫持续形态了。

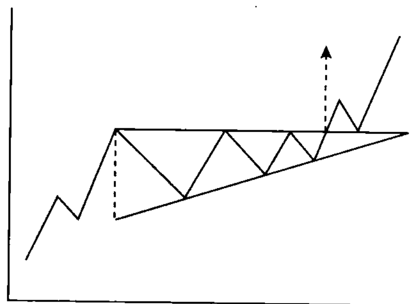
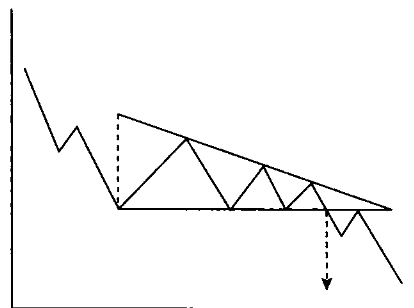




图6-44 上升三角形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



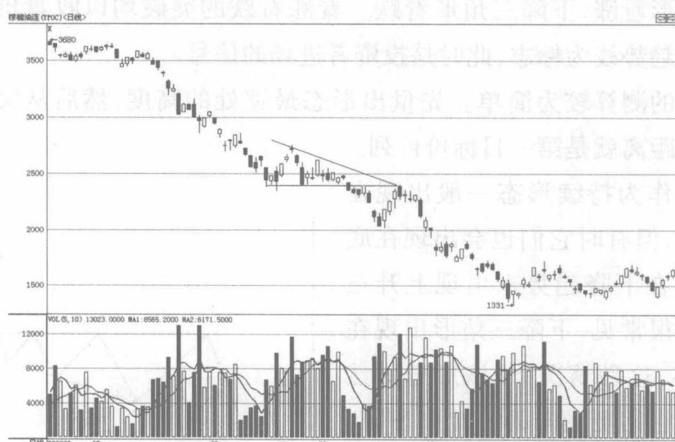
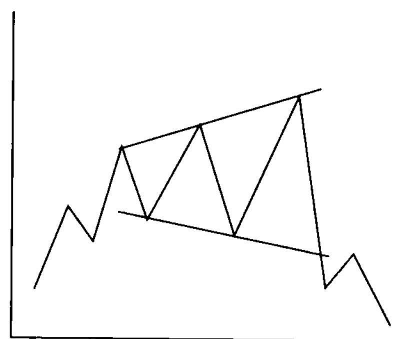


图 6－45　下降三角形

扩散三角形

扩散三角形其实是反向三角形，又名喇叭形，如图 6－46 所示。它的两边逐渐分离，呈现出扩散的三角形形态。之前所探讨的三角形的两条边都是相互聚拢的。喇叭形态正好相反，在扩大的形态中，两条边线逐渐分离，呈现出扩大三角形的轮廓。本形态的成交量与三角形也不同，在三角形中，随着价格的摆动幅度逐步缩小，成交量也相对地收缩。但是在喇叭口形态中，情况恰恰相反。交易量随着价格摆幅日益扩大。这种情况显示市场已失去控制，变得非常情绪化，通常为看跌形态，而且往往是市场的重要顶部。投资者在判断这种形态时，主要抓住它的特征，它有三个依次上升的峰，两个相继下降的谷。在价格摆动幅度逐步增大的同时，伴随着成交量的放大，在第三峰完成后，价格跌破第二谷，标志形态的完成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



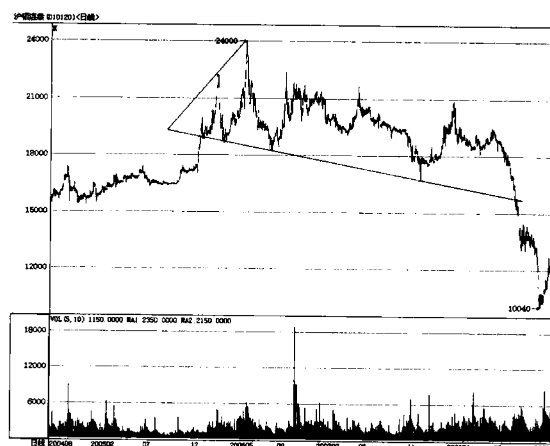
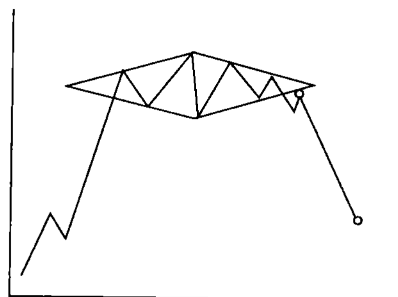


图 6－46　扩散三角形



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6－47　钻石形态

谈到扩散三角形，我们顺便介绍另一个更少见的形态——钻石形态，如图 6－47 所示。它的特征是，由两种不同类型的三角形——扩散三角形和对称三角形组合而成的。先是两根边线逐渐分离，然后两条边线再逐渐靠拢，围成一个与钻石模样的图形，并由此得名。它前一半类似一个扩散三角形，后一半类似对称三角形，对应成交量在前一半增加，后一半减少。我们不妨把它当作扩散三角形的延伸，也经常出现在市场的顶部，充当反转形态。其最小目标的测算是，先测出该形态最宽部分的竖直距离，然后从突破点向下投射相等的距离。

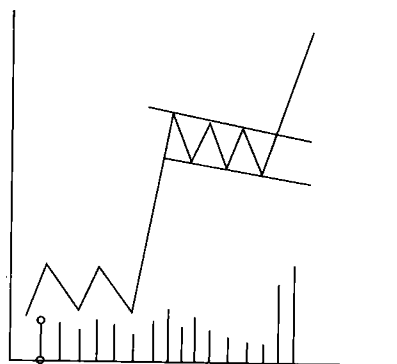
2. 旗形

在期货市场上，旗形是比较常见的持续形态，它发生在急剧的市场运动中，表示市场充满活力，但暂时处于停留状态。上升趋势中，价格在经过陡峭的急升之后，形成一个狭窄而密集且稍微下倾的价格区域，连接这些密集区域的高点和低点，可画出类似旗状的图形，我们称之为旗形。在上升趋势中称为上升旗形，在下降趋势中称为下降旗形，如图 6－48、6－49 所示。有时，市场在急剧运动后以很小的对称三角形的形式稍作整理，然后继续沿原来趋势运行，这种情况在图上我们称之为三角旗形，其实也就是三角形持续形态。不过，这里形态完成的时间较短，一般不超过一个月。成交量跟其他持续形态的成交量分布相同，随着形态的形成，成交量慢慢萎缩，然后，在突

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破时，成交量明显放大，并且在向上突破过程中更重要。

旗形同样具有测算功能。对市场目标的预测，通常以旗杆为基础，把形态比喻成“降半旗状”，表明旗帜出现在市场的中点位置，所以未来市场还有另一半旗杆的路程要走。计算时，先量出市场从原始突破点起运动的距离，这个原始点可能是市场突破重要趋势线的点，然后，从旗形突破点投射相等的竖直距离，就是目标价位了。



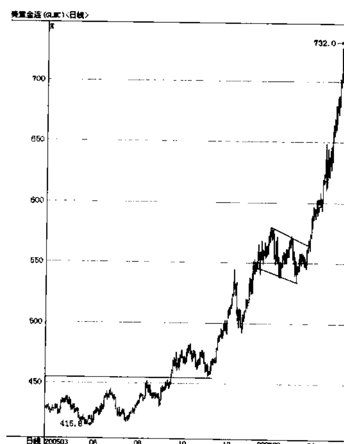
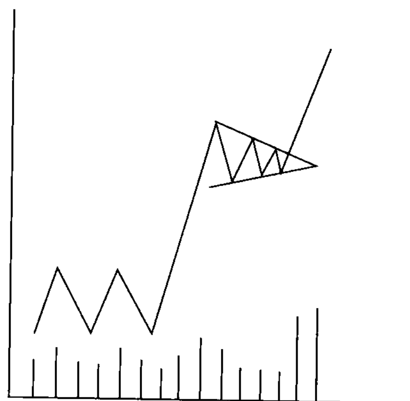


图 6－48　上升旗形



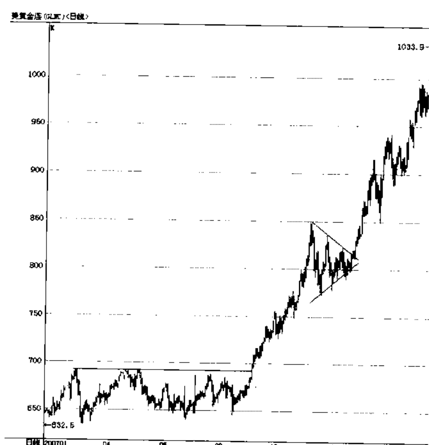


图 6－49　三角旗形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 楔形

楔形与对称三角形相似，只是上下两条趋势线的倾斜方向不同，且一般与原趋势方向相反。楔形又分为上升楔形和下降楔形，如图6－50、6－51所示。所以，下降楔形属于看涨形态，上升楔形属于看跌形态。楔形突破点通常位于楔形长度的三分之二处，有时价格也会一直持续到楔形的尖端才突围而出。下降楔形在向上突破后，可能会横向发展，形成徘徊状，成交量缩小，然后才慢慢上升，投资者可在价格徘徊区后入市。

楔形有时也出现在顶部和底部充当反转形态。在上升趋势接近尾声时可能会出现一个上升楔形，在底部也可能会出现一个下降楔形，这都是市场反转的信号。

4. 矩形

矩形形态的出现也较为普遍，且易于识别，如图6－52、6－53所示。在

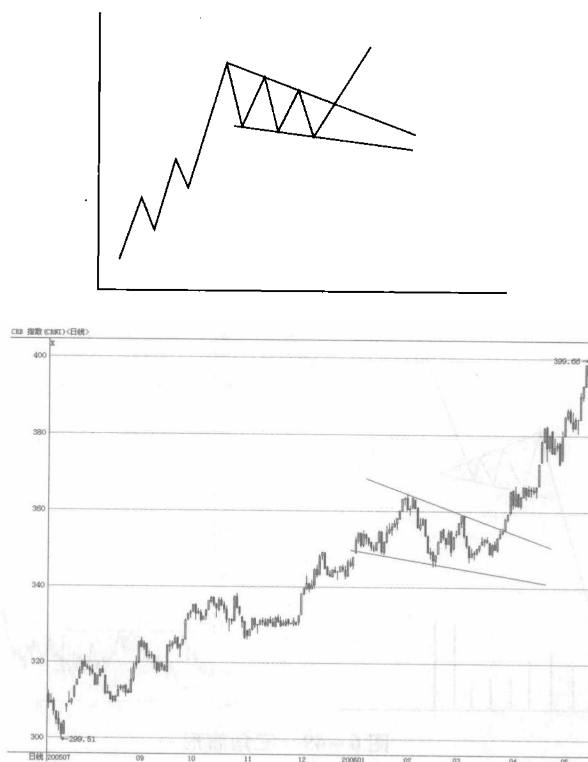


图6－50 下降楔形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

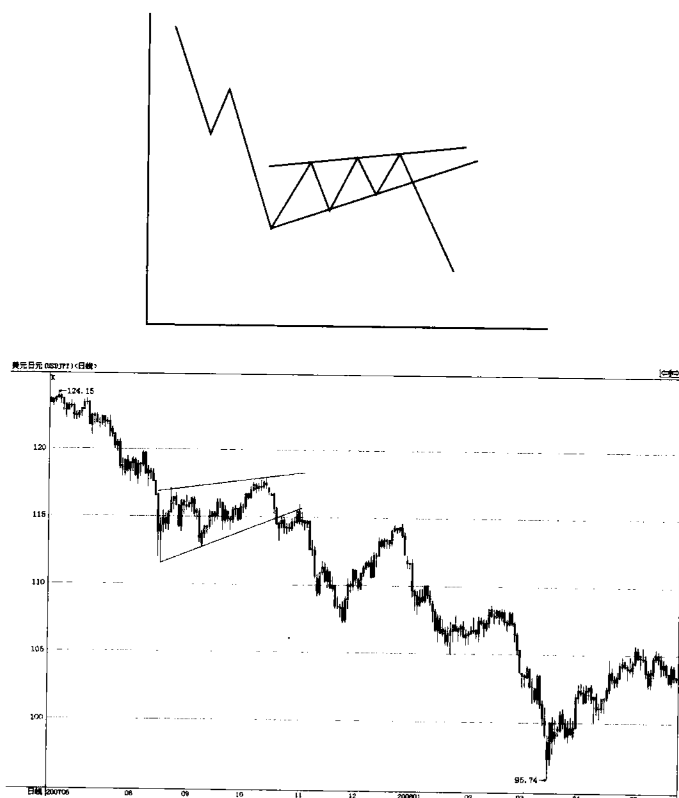


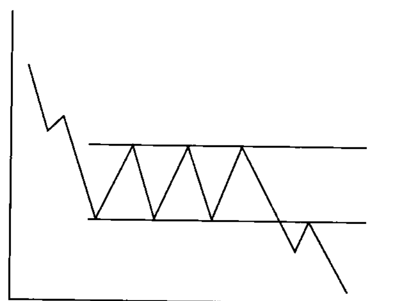
图 6－51　上升楔形

形态中，价格在两条平行的水平直线之间横向延伸。当市场有效突破上边界或下边界时，形态完成。不过，投资者要注意，矩形既可充当持续形态，也可作为反转形态，其实和我们前面介绍的三重形态相似。除有效突破外，帮助投资者判断后市的另一重要依据就是成交量。上升趋势中如果价格在上冲时成交量较重，而下降时成交量较轻，那么该形态更可能是持续形态。如果较重的成交量发生在下降中，那么行情很可能要反转。

当我们发现价格在矩形形态中运动的规律时，我们就可以制定相应的投资策略：在价格下跌到接近底边的时候买进，在价格上冲到接近上边界的时候卖出，在市场突破选择方向之前，这种方法都是有效的。当突破发生后，投资者应平仓了结亏损头寸，同时顺应新趋势建立新的头寸。对矩形形态的预测功能，最常用的是基于价格区间的高度，即两平行线之间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

距离。先量出交易区间的高度，然后从突破点投射相等距离，即为市场目标价位。



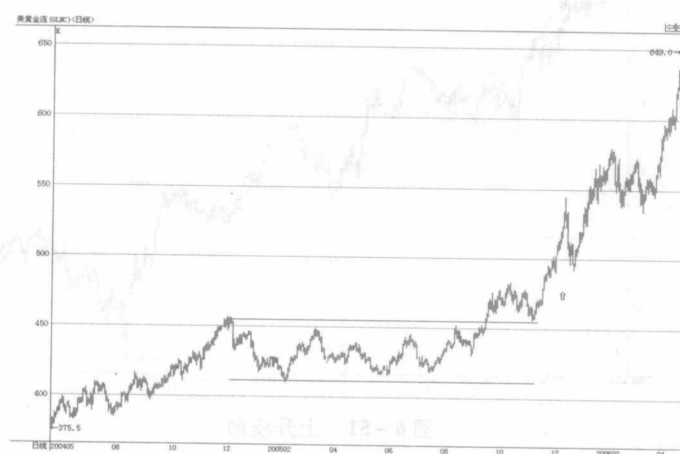
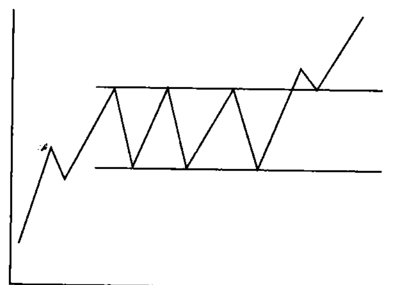


图 6－52　矩形持续形态



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

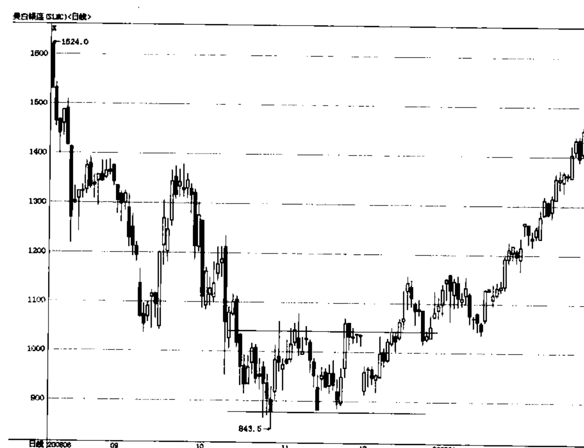


图 6－53　矩形反转形态

四、成交量与持仓量分析

（一）成交量分析

我们根据图表来预测后市时，成交量和持仓量是不可忽略的因素。实际上，我们在研究走势图时，价格是最重要的，其次就是成交量和持仓量。下面我们将它们之间的关系弄清楚。

我们说的成交量是研究期内市场的交易总量，由于我们主要研究日 K 线图，所以我们更关注日成交量。可以说，量价关系是技术分析中最基本的关系之一。成交量在价格之间呈现一种关联性趋势规律：在上升趋势中，价格上升，交易量应当放大，价格回落，交易量应当萎缩；在下跌趋势中，价格上升，交易量萎缩，价格下跌，交易量应当放大。量价关系的关联性规律主要表现在八个方面：

（1）股价随成交量递增而上涨，为市场上涨行情的正常特性，此种价涨量增关系，表示股价将继续上涨。价涨量增表示投资者承认了该股的投资价值。

（2）在一波段的涨势中，股价随递增的成交量而上涨突破前一波峰，创下新高，继续上涨。然而此波段股价上涨整个成交量水准却低于前一波段上涨的成交量水准，股价突破创出新高，而成交量却没有同时创出新高，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此波段股价涨势令人怀疑，同时也是趋势反转的潜在信号。

（3）股价随成交量的递减而回升，股价上涨，成交量却逐渐萎缩，成交量是股价上涨的原动力，原动力不足则显示趋势有可能反转。

（4）有时股价随着缓慢递增的成交量而逐渐上涨，渐渐的走势突然成为垂直上升的喷出之势，成交量急剧增加，价量同时暴增紧随着此波走势。继之而来的是成交量大幅萎缩，同时股价急速下跌，这种现象表明涨势已到末期，上升乏力，走势力竭，显示出趋势反转的现象，反转所具有的意义将视前一波段股价上升幅度的大小及成交量扩增的程度而定。

（5）经过一段长期下跌，形成谷底后股价回升，成交量并没有因股价上涨而递增，股价上升乏力，然后再度跌落至先前谷底附近或高于谷底。当第二谷底的成交量低于第一谷底时是股价上涨的信号。

（6）股价跌落一段相当长的时间，出现恐慌卖出，随着日益扩大的成交量，股价大幅度下跌，继恐慌卖出之后，预期股价可能上涨，同时恐慌卖出之后，往往是空头市场的结束。

（7）股价下跌，向下跌破股价形态趋势线或移动平均线，同时出现大成交量，是股价下跌的信号，强调趋势反转形成空头。

（8）当市场行情持续上涨很久，出现急剧增加的成交量，而股价却上涨乏力，在高档盘旋，无法再向上大幅上涨，显示股价在高档大幅振荡，卖压沉重，表示股价即将下跌；股价连续下跌之后，在低档出现大成交量，股价却没有进一步下跌，价格仅小幅变动，此表示进货。

（二）持仓量分析

持仓量只用于期货市场，它是指市场中多头或空头未平仓期货合约的总数，并非两者之和。如果一笔交易的两个参与者都在开新仓位，那么持仓量就会增加；如果两者都在平仓了结旧仓位，那么持仓量就会减少；而如果一个开立新交易，另一个平仓了结，则持仓量维持不变。通过交易日收盘后持仓量的净变化，我们就可以知道资金是在流入还是在流出。归结起来见下表：

买　方	卖　方	持仓量变化
买新合约	卖新合约	增加
买新合约	卖旧合约	不变
买旧合约	卖新合约	不变
买旧合约	卖旧合约	减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在进行量价分析时，一般在价格图表的下方标出相应的成交量和持仓量，以便和图表中价格一起对照分析。

持仓量和价格的关系类似于成交量与价格的关系，这里对它们的差别做进一步说明。

1. 持仓量随价格而上升。持仓量增加说明新入市交易者买卖合约的数量超过了原交易者平仓交易，价格上升又说明市场上买气压倒卖气，所以量价同升表明市场处于技术强势，新交易者正在入市做多。

2. 持仓量上升而价格下跌。这种情况下表明不断有更多的新交易者入市，且在新交易者中卖方力量压倒买方，因此市场处于技术性弱式，价格将进一步下跌。

3. 持仓量随价格下降。持仓量下降说明市场上原交易者为平仓买卖的合约超过了新交易者买卖的合约，价格下跌又说明市场上原买入者在卖出平仓时其力量超过了原卖出者买入补仓的力量。所以持仓量和价格同降表明市场处于技术性强势，多头正平仓了结。

4. 持仓量下降而价格上升。持仓量下降说明市场上原交易者正在对冲了结其合约，价格上升又表明市场上原卖出者在买入补仓时其力量超过了原买入者卖出平仓的力量。所以这种情况说明市场处于技术性弱势，空头正在买入补仓。

除了上述倾向性外，还有其他研究持仓量可能有帮助的市场情形。

1. 在接近主要市场运动尾声时，持仓量一直在随着价格趋势增加，持仓量不再增加或开始下降常常是趋势改变的早期警报。

2. 如果价格下跌得很突然，那么市场顶部的高持仓量是看跌的。这意味着，所有在上升趋势末端建立的多头仓位现在都成了受损仓位，被迫斩仓会使价格处于压力之下，直至持仓量大幅减少。比如，当上升趋势已持续了一段时间，在过去的一个月中，持仓量已经明显增加，突然，市场开始暴跌，而且跌至上个月创下的最低价之下，此时，在上个月建仓的都处于亏损状态了。这些多头被迫斩仓使价格遭受到很大的压力，直至所有的仓位平仓了结为止。更糟糕的是，他们被迫斩仓常常导致恶性循环，而且由于市场被压得更低，又导致其他多头为维持保证金而抛售，因此造成价格的再度下跌。所以，牛市中超高的持仓量是个危险信号，这就是我们后面要介绍的相反理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 如果持仓量明显是在市场横向巩固期间或者在水平交易区间内建立的，那么一旦出现突破，随之而来的价格运动会很剧烈。因为此时市场处在犹豫不决的时期，没有人确切地知道趋势会向哪个方向突破。但是，持仓量的增加表明大量的交易者正在建仓，参与突破。一旦突破确实出现，大量的交易者就陷在市场错误的一方。而他们的斩仓将推动市场朝他们预期的反方向更剧烈的运动，处在市场正确一方的交易者进一步为新趋势推波助澜，他们的判断是正确的，而且他们现在可以利用累积的账面盈利为增加仓位提供资金。这就是为什么在交易区间持仓量增加得越多，随后的价格运动潜力就越大。

4. 在价格形态完成时的持仓量增加可视为对可靠趋势信号的补充印证。例如，如果出现在随成交量放出的持仓量增加基础上，对头肩底的颈线的突破就更加可信。这里，分析人士必须留神，由于跟随在趋势初始信号后的推动力常常是由陷入市场错误一方的交易者产生的，因此有时持仓量会在新趋势开始时略有减少。这种持仓量的初始性减少可能使粗心的走势图分析者误入歧途，因此不必对持仓量在极短时期内的变化过分关注。

第三节　指标分析



前面介绍的趋势分析和形态分析很大程度上是主观的，一个价格形态到底是持续形态还是反转形态，一个形态到底是要看涨还是看跌，对趋势线的突破到底是假突破还是有效突破？在变化万千的市场上并没有一成不变的死规律，所以对于同一图表分析人士根据自己的实战经验通常得出不同的结果，但指标分析却与此不同。指标分析与图表分析最大的不同就是其客观性，指标可以通过编程形成计算机程序，由计算机自动生成各种买入和卖出信号。指标分析也因其不随人们的主观意志而改变的特性广受欢迎，经过长期的发展，已达上百种之多。这里我们介绍一些常用的，如移动平均线、累积能量线、动量线和相对强弱指标等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、移动平均线

在期货市场中，移动平均线是最常用的一种统计技术方法，它追踪市场趋势，目的在于识别市场趋势的反转，如图 6－54 所示。以计算移动平均线的方法来划分，可以把移动平均线分为算术移动平均线、加权移动平均线和指数平滑移动平均线三种。均线指标实际上是算术移动平均线指标的简称，以每天的前九天和当天共十天的收盘价取算术平均值，再以若干天的这种算术平均值而连结的曲线就是十日均线。同样，有十分钟均线、十小时均线、还有以周、月、年等不同的时间单位做成的各种均线。以计算周期的时间长短而分，移动平均线可分为短期、中期和长期移动平均线。短期移动平均线一般指周期在十日以内的，长期则是周期在半年以上的，其他可列为中期。由于移动平均线是由过去的价格形成，所以就其本质来说，它也是滞后于市场变化的。把它按时间分类是因为短期平均线对价格变化更加敏感，而长期移动平均线则迟钝些。在期货市场上，短期移动平均线比长期应用更多。

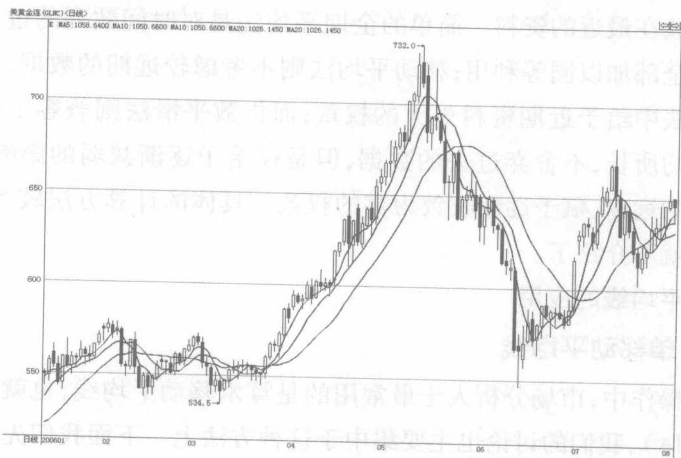


图 6－54 移动平均线

（一）移动平均线的分类

1. 算术移动平均线（MA）

算术移动平均线的计算是简单地对计算期内收盘价求算术平均值。所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谓“移动”的平均数是指以某日为周期，在加入新的数据后，删除计算期内最前一天的数据，逐日向前推移。比如把5天收盘价依次相加除以5便得到五日均线，记为MA(5)，将MA(5)在日线图上标出，连成一条线，即为5日移动平均线。

2. 加权移动平均线

加权移动平均线是对算术移动平均线的改进，算术移动平均线的计算将计算期内所有收盘价一视同仁，即对未来价格波动的影响程度一致，而某些分析人士认为距当前越近的日子的收盘价应赋予较大权重。这里我们只简单介绍下线性加权移动平均线（WMA）。在这种算法中，以5日移动平均线为例，那么，将第5日的收盘价乘以5，第4日的乘以4，第3日的乘以3，依次下去，最后将它们相加求算术平均值。这样就解决了算术移动平均线的加权问题了。

3. 指数平滑移动平均线（EMA）

指数平滑法是布朗（Robert G. Brown）所提出，布朗（Robert G. Brown）认为时间序列的态势具有稳定性或规则性，所以时间序列可被合理地顺势推延。他认为最近的过去态势，在某种程度上会持续到最近的未来，所以将较大的权数放在最近的资料。简单的全期平均法是对时间数列的过去数据一个不漏地全部加以同等利用；移动平均法则不考虑较远期的数据，并在加权移动平均法中给予近期资料更大的权重；而指数平滑法则兼容了全期平均和移动平均所长，不舍弃过去的数据，但是仅给予逐渐减弱的影响程度，即随着数据的远离，赋予逐渐收敛为零的权数。具体的计算方法较为繁琐，我们在这里就不介绍了。

移动平均线的应用

（二）单移动平均线

实际操作中，市场分析人士最常用的是算术移动平均线，也就是我们说的均线（MA），我们的讨论也主要集中于这种方法上。下面我们先介绍只采用一条移动平均线的情况，即单移动平均线，如图6－55所示。美国著名投资分析专家格兰碧总结了运用单移动平均线来产生交易信号的八个法则，其要点如下：(1)平均线从下降逐渐转为上升，价格从均线下方突破均线为买入信号。(2)价格虽跌破平均线，但又立刻回到平均线上，持续上升，为买入信号。(3)价格在平均线上方运行，跌至平均线附近就立刻反转上升，为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入信号。(4)价格突然暴跌,跌破平均线但远离平均线却有可能反弹上升,为买入信号。(5)平均线从上升逐渐转为下跌,跌破平均线为卖出信号。(6)价格虽然向上突破平均线,但又立刻会跌至平均线下,并持续下降,为卖出信号。(7)价格趋势走在平均线下方,价格上升并未突破平均线且立刻反转下跌,为卖出信号。(8)价格突破暴跌,跌破平均线,但远离平均线则有可能反弹回升,为卖出信号。

注意,上面提到的远离平均线,并没有讲清到底离多远才是最佳买卖时机。实际上,乖离率可以帮助我们解决这个问题。乖离率(BIAS),简称 Y 值。可分为正负乖离率,若价格在其移动平均线上,则 Y 为正;反之则为负,当价格与均线相同时,则为零。当 Y 值达到一定程度时便是进场时机。Y 值的计算公式为:

$$Y = \frac{\text{当日收盘价} - N\ \text{日移动平均数}}{N\ \text{日移动平均数}} * 100\%$$

当 N 小于 10 时,可称之为短期乖离率;当 N 大于 30 时,可用来分析中长期趋势的买卖时机。投资者可依据自己的操作习惯和资金大小选择合适的乖离率,一般短期乖离率为 3% 左右。

如果采用非常短期的移动平均线,移动平均线就非常贴近收盘价的轨迹,时常出现穿越现象,这些信号并非全是正确的。如果投资者采用这些极为敏感的移动平均线来交易,就会大大增加交易的次数,并产生很多伪信号。但它的优点是能及时地发现市场信号,所以投资者如果采用单移动平均线,就要找到适合自己的移动平均线。另外,为减少采用单移动平均线时出现的拉锯现象,分析人士在移动平均线信号上施加价格过滤器:

1. 全天价格高于或低于移动平均线时才产生信号。

2. 1% 原则:收盘价穿越移动平均线的幅度必须达到预先设定的范围,在期货市场上,通常为 1% 。

3. 用价格走势图中的其他各种类型的突破信号来印证。

4. 两天原则:即要求信号出现两天内始终有效,甄别出大部分伪信号。这中方法通常导致错失市场部分运动。

5. 振动带:取一百分数,在移动平均线上下各作一平行线,构成一条振动带。其中上下边界分别与移动平均线构成缓冲带。收盘价高于上缓冲带时买入,低于平均线时了结头寸;收盘价低于下缓冲带时卖出,高于移动平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均线时了结头寸。

如果我们针对每日的最高价和最低价分别作出移动平均线，就得到价格带。收盘价穿越上边线，买入，以下边线作止损点。

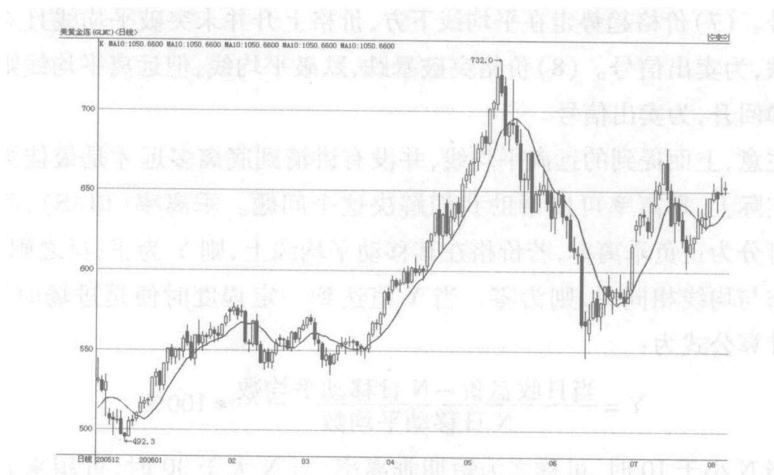


图 6－55　单移动平均线

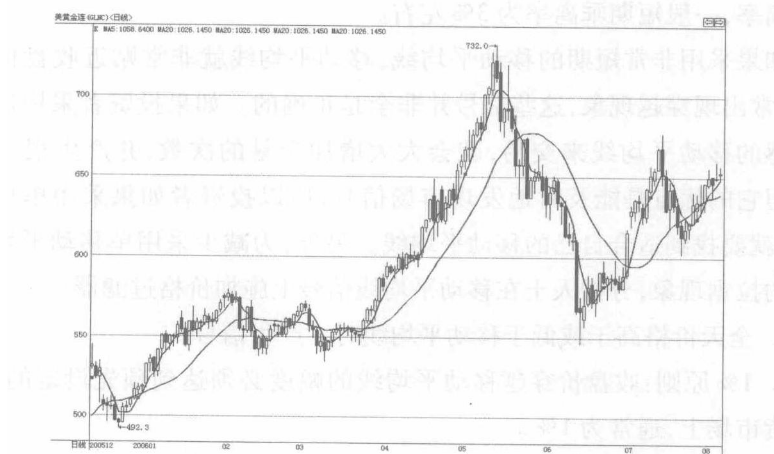


图 6－56　双移动平均线

（三）双移动平均线

采用双移动平均线是指通过作两个不同时间周期的移动平均线，利用他们之间的关系来产生信号的方法，如图 6－56 所示。当采用两条移动平均线时，较长期者用来识别趋势，较短期者用来选择时机，两条平均线结合价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格三者共同产生买卖信号。

1. 短期平均线向上穿越长期平均线时发出买入信号（所谓的金叉），短期平均线向下跌破长期平均线时发出卖出信号（所谓的死叉）。这种方法的缺点就是与市场趋势相比略显滞后。比如，当5日均线下穿30日均线时市场已向下运动了相当一段距离。

2. 把两条移动平均线之间的区域看作是中性区，只有当收盘价同时向上穿越两条平均线后才构成买入信号。随后，如果价格再跌回到中性区，则平仓了结头寸；同样，只有当收盘价同时向下穿越了两条平均线之后，才构成卖出信号。当价格再涨回到两条平均线之间的中性区时，就平仓了结。总之，只要价格维持在中性区，则趋势不明，投资者观望。

（四）三条移动平均线

由双均线的功能我们可以推测，再加一条均线则更好。市场中比较多见的是5天、10天、30天均线，下面介绍一下期货市场最常用的4－9－18天移动平均线的组合，如图6－57所示。

在期货市场4天、9天、18天移动平均线的组合使用最为广泛。在上升趋势中，多头排列应当为4天平均线高于9天线，9天线又高于18天平均线；在下降趋势中正相反，空头排列为4天平均线在下，9天平均线次之，18天线居上。

在下降趋势中，当4天平均线同时向上穿越9天和18天均线后，则发出买入信号。随后，一旦9天均线也向上越过18天均线后，则验证信号。

当上升趋势转为下跌趋势时，最敏感的短期移动平均线4天均线向下跌破9天均线和18天均线只是卖出的预警信号，稳健的投资者往往要等待9天移动平均线向下跌破18天移动平均线才认为卖出信号得到确认。

与图表分析相比，移动平均线有明显的优点：如平均线有效消除了日常价格运动中偶然因素造成的不规则性，从而反映出市场价格变动的主要趋势。随着计算机技术的发展，均线的应用变得更加丰富，更富灵活，同时也较难于掌握。而且，市场中没有哪一种技术分析工具是完美无暇的，同样移动平均线也有其不足之处。首当其冲的是前面我们反复提到的滞后。比如投资者利用4－9－18天移动平均线组合，当9天均线向下越过18天均线时卖出信号得以确认，然而此时却并非最好的卖点，通常落后市场运动10%左右的幅度。另外，移动平均线应用在市场处于横盘整理时是无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效的。此时，市场处在盘整阶段，价格的波动会导致金叉和死叉频繁地出现，但这些并非投资者进场的最佳时机，对于这种缠绕状的均线，投资者可忽略不计。



图 6－57　4－9－18 天移动平均线

二、价格振动法

前面我们介绍了市场趋势跟随型的指标分析，但当市场处于无趋势状态时，或市场过度买进、过度卖出时，趋势追逐方法都不十分有效。在这种情况下，交易者用价格振动法进行分析，此种分析方法可用以衡量市场过度买进或过度卖出的程度。尽管价格振动指标多种多样，但它们的形状和作用基本一致，其走势基本与价格曲线在峰谷的时间重合。一些振动指标含有中点线，一般取零；另一些含有上下边界线，取值范围为 0 到 100 或 －1 到 1. 它们都可以在价格走势图上表示出来，与价格一起组合判断市场状态，发出交易信号。

1. 当振动指标的值达到接近或超出上下边界的极端值时，表示趋势扩张过分，预示价格即将反转。接近上极值时称为过度买进，接近下极值时称为过度卖出。

2. 当振动指标处于极值位置，且振动指标的指示与价格行为不一致时，则发出警告信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 零线穿透给出沿趋势方向进行交易的重要信号。

(一)威廉指数(%R)

威廉指数又称威廉超买超卖指数，是拉里．威廉于1973年发明的一项分析市场短期买卖气势的技术指标。威廉指数主要研究高低价格与收盘价的关系，计算和分析价格波动的真实波幅，判断市场价格走势的强弱程度和买卖气势，在期货市场应用较为广泛，如图6－58所示。

威廉指数的数值在0到100之间变动，数值越小，表明市场的买气越重；数值越大，表明市场的卖气越重。因而，根据其所反映的含义不同可将%R在1－100之间分为强势区域和弱势区域及超卖区和超买区。应用中一般遵循以下原则：

(1)当%R的数值达到或超过80时，表明市场处于超卖状态，市场走势可能随时会见底反转，投资者可据此判断进场时机。

(2)当%R的数值达到20或小于20时，表明市场处于超买状态，同样发出买卖信号。

(3)当%R值从超卖区向上爬升或者是由超买区向下滑落时，均表示行情可能反转。一般，当%R值由超卖区向上突破50中轴线时，可确认市场由弱转强，发出进场信号；当%R值由超买区向下跌破50时，则发出做空信号。

(4)当%R值进入超买区后，并非表示行情会立刻下跌，%R值在超买区内地波动只是表示行情处于超买的状态。只有当%R回头跌破卖出20的卖出线时，才反映由于超买导致供大于求，价格由涨转跌，发出做空信号。同样，当%R值进入超卖区，并非表示行情立刻止跌反升，%R值在超卖区的波动，只是表示行情处于超卖的状况。只有当%R反转突破80的买进线时，才反映市场将开始出现供小于求，价格将转跌为涨，发出买进信号。

运用%R能判断市场发展趋势，尤其是能提供可能转势的信号，但%R不能具体指出最佳的买卖时机。根据%R应用法则，%R小于20%意味着市场进入超买区，大于80%进入超卖区，但有时市场出现超买现象后，持续若干天在超买区波动。另外，当%R向上突破20%后再反转向下破20%时已错过最佳买卖时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

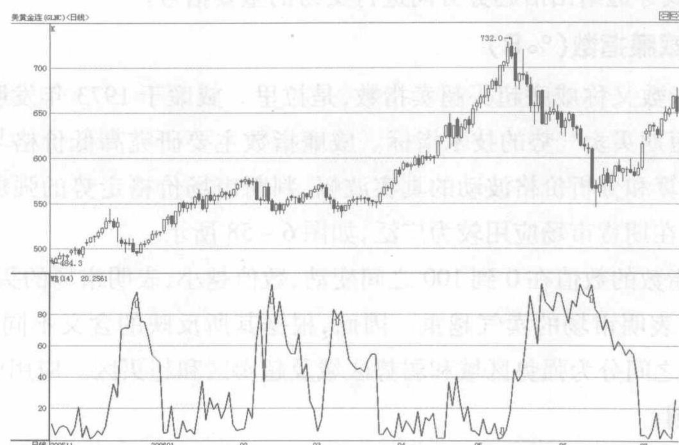


图 6－58　威廉指标图

（二）相对强弱指数（RSI）

RSI 是目前最流行、使用最广泛的技术分析工具，如图 6－59 所示。RSI 将一定时期中涨势（每日收盘价减前一日收盘价为正值时）的总和视为买方的总力量，即总买力，将涨幅平均值视为平均买力；将一定时期中跌势（每日收盘价减前一日收盘价为负值时）的总和视为这一段时期卖方的总力量，即总卖力，将跌幅平均值视为平均卖力。RSI 方法通过分析平均买力与平均卖力的变化，判断市场未来的走势。

RSI 的值在 0 到 100 之间。在多头市场中，随着价格上升，RSI 的值也跟着上涨，但随着价格的持续上升，RSI 值上涨的幅度是逐渐减小的。这种变化表明多头拉升力量减弱，多空力量已发生变化。在空头市场中，当价格下跌时，RSI 值也是呈下降态势，随着价格的持续下跌，RSI 值下降的幅度逐渐减小，这种情况表明空头压制力量减弱，多空力量已发生变化。RSI 通常领先价格而率先表明市场趋势，这在市场的高峰和谷底反映最明显。运用 RSI 分析时应遵循以下原则：

1. RSI 以 50 为强弱市场之分界线，RSI 值保持高于 50 时表示市场强势，低于 50 时表示市场弱势；

2. RSI 值躲在 30 与 70 之间波动，这时所反映的价格走势是不确定的；

3. 当 RSI 值达到 80 时，表示市场超买，超过 90 时表示严重超买，市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极有可能在短期内反转；RSI 值下降至 20 时，表示市场超卖，下降到 10 以下时，表示市场严重超卖，市场极有可能在短期内止跌回升。

4. RSI 值达到 70 以上出现回落或低于 30 以下出现上升的现象称为虚弱反转，虚弱反转的出现预示市场即将出现反转。

5. 当 RSI 发生背离现象时（即价格下降而 RSI 上升，或价格上升而 RSI 下降），通常表示市场即将发生重大反转。

相对强弱指数能够反映市场内部的气势，能提供市场中目前价格是否偏离，持续上升或下降的趋势是否会改变，因而成为投资者广为采用的一种技术分析方法。但没有任何指标是完美的，RSI 也存在一些缺点，主要表现为：

1. 计算周期无法准确确定。若取短周期，将使 RSI 过于敏感，可能发生虚假信号；若取较长周期，将导致 RSI 反映迟钝，信号滞后。

2. 当 RSI 在 40 - 60 之间徘徊时，它对支撑线或阻力线的突破的真伪很难判断。

3. RSI 能够在适当时指出市场何时超买、何时超卖，但这值适用于正常的市场运行。当市场气氛走入极度混乱时，RSI 发出的超买、超卖信号是极不可靠的。

4. 当 RSI 出现背离时，预示着市场即将反转，但有时会发生实际行情并没有反转。所以，究竟背离时出现一次后市场反转还是出现两次或三次才出现反转很难判断。

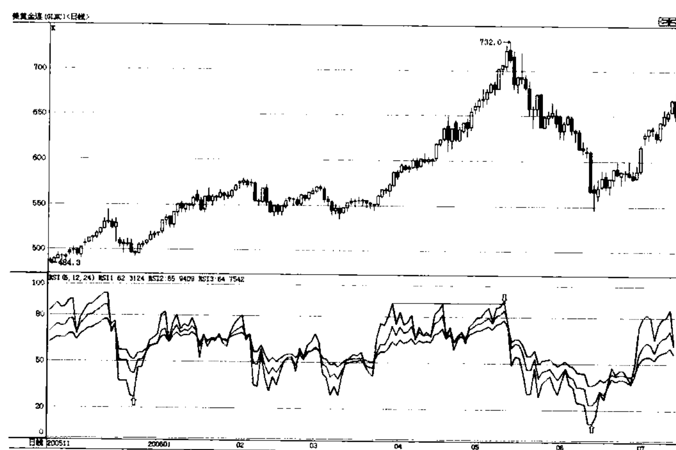


图 6 - 59　RSI 指标图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

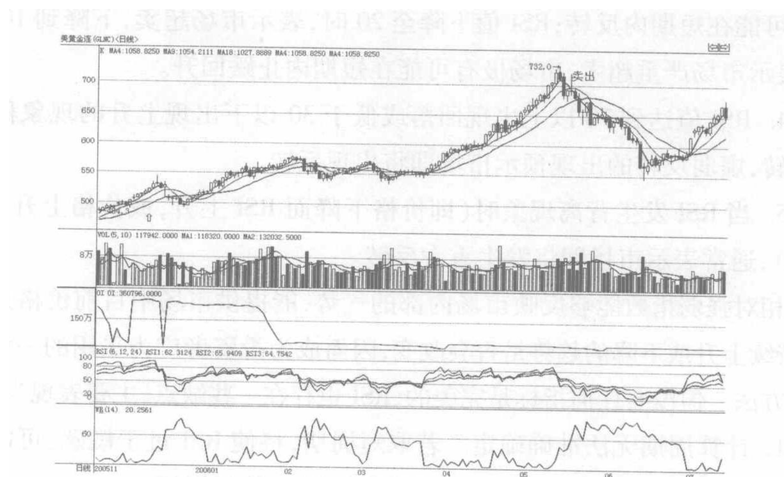


图 6－60　多指标组合图

三、相反意见指标

关于市场极端状态，还有一种极为流行的研究方法：相反意见原则。市场分析主要有两条途径——基本分析和技术分析。虽然我们一般把相反意见理论归入技术分析的范畴，其实，把它说成是某种心理学分析更合适。相反意见理论是市场分析的第三条重要途径—心理学。在这种方法中，我们是根据各个期货市场的投机者们的牛气或熊气程度来预测市场的。

相反意见理论认为：当绝大多数人看法一致时，他们一般是错误的一方。那么，我们的正确的选择应当是，首先确定大多数人的行为，然后反其道而行之。汉弗莱・R・尼尔是逆向思维的创始者。他在 1954 年出版的《逆向思维的艺术》中，推出了他的理论。10 年后，即 1964 年，詹姆斯・H・亚贝特着手把尼尔的理论应用到期货交易中，创立了市场风向标通讯服务，并在其中引入了“看涨意见一致数字”。他对商品市场上的各种咨询材料每周进行一次统计，以确定在专业人士中间看涨或看跌的程度。这项调查的目的在于，把市场情绪通过一系列的数字表示出来，以便分析研究和预测。该方法的理论前提是，绝大部分期货商在很大程度上都受到市场咨询机构的影响。因此，我们通过跟踪各种专业性咨询材料的观点，不难比较准确地估计交易者大众所采取的态度。美国另外还有一家信息服务公司，也提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于市场情绪的指标，称为“市场看好意见一致程度指数”（简单说即意见一致指数），刊登在《全国商品期货周刊》上，每周五出版。在该指数中，以75%作为超买标志，25%作为超卖标志。“市场风向标”的意见一致数字有个独特之处，它对各种市场咨询材料采取了不同的加权考虑。对影响面比较广泛者，则其权重较大；而影响面较小者，则权重较小。这样下来，就能更准确地反映出各种资讯材料的影响力。上述逐周进行的调查结果，就是看涨意见一致数字，逢周二刊发截止到上周五为止的行情。这些数字用百分比的形式表示市场的看涨情绪，其读数范围从0到100。

关于看涨意见一致数字的研读，大部分交易商都采用相当简明的方法来研究这个每周发布的数字。如果数字大于80%，我们就认为市场处于超买状态，意味着可能即将出现顶部过程（80%的看涨数字也就相当于20%的看跌数字）。如果数字低于30%（即30%看涨，70%看跌），我们就认为是市场处于超卖状态，表明市场或许即将发生底部过程。即使我们把看涨意见一致数字单纯用在这一方面，那么就揭示危险的市场状态而言，它也已经非常有价值了。但是，这些数字的用处还不仅仅局限于这一方面。下面我们就来仔细看看其理论，讨论一下相反意见理论的其他几种运用方法。

一般认为，相反意见理论的基础是，专业人员的意见通常是错误的。表面上看来，这一点似乎只是逻辑上的推演，但是实际上，特别是在市场处于转折关头时，这一理论玄妙无穷。它基本上由两个方面组成。相反意见理论显示了买方或卖方的余力，我们以某个投机者为例。假定该投机商阅读了他最信奉的咨询材料后，坚信市场即将大规模地上升。那么，那份材料越是牛气十足，这个交易商就会越积极地入市买进。但是，一旦他的资金全部投入了市场，他自己就已经处于超买状态了——即他已无剩余资金再投入市场了。我们把这种情形推广到全体市场参与者。如果有80%到90%的交易商对某市场都看好，那么就意味着他们已经在这个市场买入了头寸。那么剩下来，还有谁来继续买入，把市场推得更高呢？这是理解相反意见理论的关键。如果交易商们已经以压倒性的多数倒向了市场的某一边，那么，简而言之，市场上已经没有足够的买进或卖出压力来把当前趋势继续推动下去了。相反意见理论的第二个特点是，它能够显示大户与小户的实力对比。期货交易的“总和为零”。每一手多头合约都伴随着别人的一手空头合约。如果80%的交易商都站到了市场的多头一边，那么剩下的20%的人（空头持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有者）必定资金雄厚，才能完全容纳其余 80% 的人所持有的多头头寸。因此，空头者的头寸规模必定比多头者大得多（在本例中，达到了 4 比 1 的程度）。这就意味着空头者必定拥有庞大的资本，他们才是市场上的强者。相形之下，另外 80% 的人平均每人拥有的头寸就小得多了，因此，他们是弱者。每当价格出现突然变化的时候，他们往往不得不把这些多头头寸卖出平仓。综合上述，相反意见理论并不是什么“专家常常是错误的”那么简单。如果这句话是正确的，那么专业人士的饭碗早就被打烂了。要知道，期货行业是无情的，只认利润不认人。

（1）看涨意见一致数字的另外一些特点。在我们采用看涨意见一致数字时，还必须注意它的其它一些特点。看涨意见一致数字的均衡数值为 55%。这中间包含了对一般投资大众天生的买入倾向的修正。其上限为 90%，下限为 20%。这里也一样，在牛市环境下，我们要把上下限稍许地向上修正一下。当看涨意见一致数字大于 90% 或小于 20% 时，通常我们就可以考虑建立相反的头寸。在这种情况下，意见一致程度已达到极点，宜立即采取与当前趋势相反的交易措施。如果数字高于 80% 或低于 30%，我们就处于危险区，显示市场可能即将反转。不过一般认为，在这种不太极端的情况下，我们应当等到这个数字本身的趋势发生变化后，再逆着价格趋势交易。我们应当密切关注看涨意见一致数字的方向性变化，特别是当变化发生在危险区域时候。一般地，如果在一周内这种方向性变化的幅度达到了 5%，那就足以说明我们应当考虑建立反方向的头寸了。

（2）持仓兴趣的重要性在于我们研究看涨意见一致数字时，也要兼顾持仓兴趣。一般来说，持仓兴趣越高，那么上述的反向头寸盈利的潜力就越大。不过，我们不应当在持仓兴趣保持上升势头的时候建立反向头寸，如果持仓兴趣持续上升，那么，当前趋势继续发展的可能性就比较大，必须等到持仓兴趣开始持平或者降低时才能采取行动。另外，我们还必须研究交易商分类报告，以确认保值者在持仓兴趣中占有的份额不超过 50%。当持仓兴趣的大部分来自投机者的时候（他们被看成是弱者），相反意见理论的效果更佳。另外，我们也建议朋友们不要与大户保值者的方向相冲突。

（3）观察市场对基本面消息的反应。我们也应当密切关注市场对基本面的新闻的反应，当上述数字处于超买的范围内时，如果价格无力对有利的消息作出反应，那么这就是个清晰的警讯，表明市场可能要反转。当第一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负面消息出现后，通常就足以把价格很快地推向另一个方向。相应地，当它们处在超卖区（低于20%）时，如果价格无力对不利的消息作出反应，那也是警讯，显示当前市场上的低价已经包容了所有的坏消息，一有看涨的讯息，就会把价格推上去。

（4）把相反意见理论与其它技术工具相接合。一般来说，我们应当顺着意见一致数字的趋势方向进行交易，直到它达到极限为止．然后，就要警惕它的趋势可能发生变化的信号。重复一下，意见一致数字的方向性变化如果达到5%的程度，通常就构成重要信号。不用说，在这种关键时刻，为了有利于确认市场的转折，我们也应当同时兼顾那些更正统的技术分析手段，如支撑或阻挡水平的突破、趋势线移动平均线等等，以验证趋势的反转事实。在看涨意见一致数字处于超买或超卖区时，摆动指数图上的背离现象特别有参考价值。

（5）看涨意见一致数字的回撤现象。除了可以利用看涨意见一致数字帮助我们辨别市场的极端状态以外，我们还可以从该数字的回撤现象中得益。在其上升趋势中，50%回撤区通常起到支撑作用，而在下降趋势中它通常是阻挡区。在猛烈的上升趋势中，只要原趋势能够继续，那么，从超买区（80%以上）向下的调整，通常会在50%回撤处得到支撑。在熊市中，如果价格要恢复下跌，那么在超卖区（20%以下）的反弹常常在50%回撤位置受到阻挡。如果50%回撤区被决定性地穿越了，往往就构成趋势反转的警讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 黄金期货投资的风险及控制策略

任何投资都是伴随着风险的，高收益高风险这个道理很多投资者都明白，但高风险并不一定会带来高收益，这句话揭示的一个道理就是如果在投资的过程中不能有效的控制风险和分散风险，那么你的投资不仅不能获得高的收益，甚至会出现血本无归的局面。

黄金期货在我国上海期货交易所的上市，丰富了我国商品期货的品种，也扩大了投资者的投资范围，增加了投资机会。然而期货相比其他种类的金融资产而言，它是一个典型的高风险和高收益的投资品种，而黄金期货则是一个兼具金融属性和商品属性于一身的一个特殊的期货品种，因而面临的投资风险就更加复杂和多样。因此，投资者如果认为投资黄金期货是一个大好的机会，不顾它存在的风险，盲目入市，以及在投资过程中不及时有效的防范和控制风险的话，最终将会被市场所淹没。不仅不能对原有的资产进行保值和增值，更有可能会造成巨大的亏损，这对投资者生理和精神上都会造成巨大的压力。当然，并不是说它存在着高风险我们就对这个市场望而却步，在存在风险的同时，它也酝酿着机会，所以我们在进行黄金期货投资的时候要对投资这一品种面临着哪些风险了然于胸，同时还要采取有效的措施进行风险的分散和控制，以达到投资者保值和增值的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一节　黄金期货投资的风险

一、期货市场风险的内涵

1. 风险的经济学涵义

风险是经济学中大家普遍关注的一个问题,它广泛的存在于经济学的各个领域。但是对于风险的定义至今尚无一个统一的认识。有一种大家比较认可的定义是说风险是不愿发生的事件发生的不确定性之客观的体现。从这个定义来看,我们可以看出,风险是客观存在的,是一种不确定性,这种不确定性主要体现在信息的不对称性、未来的多变和无法预测、以及外来决策的主观因素等。从计量经济学的角度看,我们可以将风险量化,风险可以描述成概率分布中特定的货币收益值与代表投资者预期的中值的背离程度。它可以用标准偏差公式来进行衡量,公式如下:$\delta = \sqrt{\frac{1}{n-1}}\sum_{i=1}^{n}(x_i - \bar{x})$。

2. 期货市场风险

期货市场是一个高风险的市场。因此,在发展期货市场的过程中,风险问题就一直受到关注,但是目前为止依然没有给出一个明确的界定。以2007年以来美国的次贷危机为例,金融衍生产品的高杠杆化,是造成美国住房次贷危机,进而演变成国际金融危机的直接原因,这已为世人所共识。金融危机发生以后,谈起“金融衍生产品的高杠杆化”,人们大多聚焦于美国及西方国家,殊不知,国内深受其害的企业大有所在。近些年来不少中央企业(简称央企)为了追逐投资性收益、规避风险、短期投机套利等目的,投资于具有高风险的金融衍生产品。其中,确有企业达到了自己的投资目标,实现了套期保值,获得了较好的利益;但不少企业则严重亏损,付出高昂代价。特别是2008年以来接连披露的中航集团和东航集团的航油期权业务、中远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集团的远期费用协议合约(FFA)、中国中铁和中国铁建的外汇结构性存款业务以及中信泰富投资杠杆式外汇产品和深南电原油期权合约等等,都发生巨额浮亏和损失,引起社会各界的广泛关注。分析这些金融衍生产品投资损失的案例,不难发现一个共同原因,就是企业的风险管理存在重大缺陷,未能发挥应有的控制及管理作用。企业管理层风险意识淡薄,风险控制能力薄弱,侥幸和赌博的心态更加催化了事件爆发的进程。据调查,目前从事金融衍生产品业务的中央企业,大部分没有设立专门的风险管控机构。有些甚至将产品的买卖、资金的清算和交易的管理等本该分离的职能放在一起,失去制衡和监督。由此可见,在进行期货投资活动的时候,如何识别投资的风险,以及如何针对面临的风险而采取有效的风险防范和控制措施显得尤为重要。

朱国华等人认为,期货市场风险是指由于期货市场存在的不确定性因素,使得期货交易主体遭受损失以及对其他市场成员和整个社会经济环境造成危害的可能性。

李一智等人则认为,期货市场的风险是指期货市场参与者,包括期货交易所、结算所、经纪公司、期货交易者、国家等这些主体在期货市场运作过程中直接或间接地遭受的损失及其可能性,可以用以下的公式加以表示:

$$R=f(L,P)$$

其中:L——损失量

P——发生损失的概率

以上两个定义是以期货交易参与者为主体,涵盖了期货市场中所有参与者以及整个市场和社会所面临的风险。

姬广坡认为,期货市场风险是指资产未来收益低于其预期收益的机率,具体表现为发生收益损失的不确定性。这一定义强调的是直接参与期货交易的单位或个人所面临的风险。

杨玉川则从内涵和外延两个角度给出期货市场风险的定义:内涵的风险是指在期货运作过程中出现的不确定性。即价格波动的不确定性,导致交易双方因为保证金不足而无法履约造成的违约风险。

外延的期货市场风险是指期货市场上存在或发生的影响期货市场运行的所有风险的集合。这一定义是从市场能否正常的运行的角度研究期货市场的风险。依据这一定义,期货市场的风险是指期货市场上存在的或发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响期货市场运行的所有风险的集合。用公式表示：$F_R = f(r_1, r_2, r_3 \cdots r_n)$，其中 F_R 表示期货市场风险，r_n 表示构成期货市场风险的因素。这里我们只是形象地表示期货市场的风险构成，并非精确地表述 F_R 与 r 的函数关系。

二、期货市场风险的分类

期货市场的风险可从不同角度进行分类：

（1）从风险主体来看，可分为期货交易者的风险、经纪公司的风险、交易所的风险、结算所的风险和政府主管部门的风险等。期货市场是一个由期货交易主体、期货交易所、经纪公司和商品结算所组成的复杂系统，组成该系统的每一个要素是风险源。

（2）从风险的性质来年看，可分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险等。

（3）从风险的性质和发生主体两方面结合来看，可分为交易者的期货投资风险、经纪公司的经纪代理风险；交易所、结算所的交易组织、结算风险以及政府管理风险等。

（4）从产生风险的原因看，可分为价格波动风险、杠杆作用风险、操作失误风险、不正当竞争风险等。此外，还可以从其他角度进行分类。

这是期货市场的一般分类，黄金期货也和其他期货一样面临着许多风险。黄金期货的交易流程：包括开户、交易、结算和交割这么几个环节。而风险则贯穿在交易中的各个环节。我们就从按照以上标准分类得出的风险类别来看下黄金期货投资所面临的风险。

从黄金期货投资的风险主体来看，投资者是期货市场最基本的交易主体。一方面他们利用黄金期货在期货市场上规避风险，获得投资收益；另一方面，由于交易行为不合规将给期货市场带来风险。如超量下单、过度投机或投资失误，以及违规交易、操纵市场等。本章我们主要从黄金期货市场投资者角度分析其风险问题。

三、黄金期货投资者的风险来源

（一）开户前面临着代理风险

黄金期货交易者在交易的时候要选择一家合适的期货经纪公司为客户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行期货交易。而期货经纪公司是代理客户进行期货交易，并提供有关期货交易服务的企业法人。在代理客户期货交易时，收取一定的佣金。作为期货交易活动的中介组织，它们在期货市场构成中具有十分重要的作用。一方面它是交易所与众多交易者之间的桥梁，拓宽和完善交易所的服务功能；另一方面，它为交易者从事交易活动向交易所提供财力保证。期货经纪公司内部机构设置一般有结算部、保证金部、信贷部、下单部、信息部、现货交收部、研究部等。一个规范化的经纪公司应具备完善的风险管理制度，遵守国家法规和政策，服从政府监管部门的监管，恪守职业道德，维护行业整体利益，严格区分自营和代理业务，严格客户管理，经纪人员素质高等条件。但投资者在选择期货经纪公司的时候可能会因为信息不对称等因素而造成选择不当，以致会给客户将来的业务带来不便和风险。

同时在代理风险中还体现在另外一点上的是参与地下黄金交易。所谓的地下炒金目前尚没有一个明确的定义，一般意义上的理解是指通过在不合法的市场上从事相应的黄金产品的交易。地下金交易带来的主要风险有以下几方面：第一，是存在资金不安全的问题。因为从事地下金交易的代理机构没有规定的资格，过分夸大投资的收益，放大期货的杠杆比例，这样造成投资者资金存在因经纪公司不合理操作造成损失的风险。第二，是因为信息不对称带来的风险。由于投资者本身大部分缺乏对相关产品的深刻认识，并且对市场的走向不能有一个很好的把握，代理者则站在市场的前沿，能掌握较多的信息，这种信息的不对称性不利于投资者个人做出决策，有时不能及时止损。第三，投资决策正确也可能出现亏损。因为很多地下炒金者炒的是外盘黄金期货，而这种投资渠道有可能会因为汇率变动而造成汇兑损失。

在黄金期货投资代理风险中除在选择期货经纪人时会遇到以上风险外，还要考虑在同期货居间人发生经济往来时可能面临的风险。目前在国内期货市场，期货居间人不仅居间介绍，促成期货经纪公司和期货投资者订立经纪合同，而且还从事包括投资咨询、代理交易等期货交易活动。他们是游离于现行期货监管体制之外的，非期货经纪公司或其从业人员，却从事招揽、开发客户，提供交易咨询、指导，甚至代客理财等期货交易中介服务的群体。他们活跃在期货市场内，通过与经纪公司或期货投资人合作，主要依靠分成、佣金作为劳务报酬。他们囊括了期货交易代理人、受托理财人等角色

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的职能范围，已不是严格法律意义上的期货居间人，却不被市场所承认，没有行业规则可以遵守，有生存的合理性，却没有生存的依据，处境十分尴尬。期货居间人是推动我国期货市场发展的一支不可或缺的重要力量，是我国期货市场不可缺少的组成部分，但同时又给期货市场带来诸多风险和矛盾。目前期货公司绝大部分的纠纷都是由期货居间人引起的，但仅仅由于期货居间人的居间介绍订立期货经纪合同所引发的纠纷十分罕见，问题的关键在于把交易代理人等所引发的法律纠纷归责于期货居间人。

期货居间人引发的期货交易纠纷主要体现在：(1)夸大或虚构自己的历史交易业绩诱导客户投资期货；(2)为了获取期货公司的返佣，诱骗客户进行大量期货交易；(3)全权代理客户交易，受利益驱动，而恶意炒单损害客户利益。

以上这些行为都给客户造成了不能接受的损失。正因如此，虽然多数期货居间人敬业守约，勤勉尽责，但少数人的不道德甚至是不法行为给整个期货市场造成极恶劣影响，损害了行业形象。存在这些问题的原因有：(1)对期货居间人缺乏完善有效的监管措施，期货居间人的违规成本低；(2)部分期货公司过度依赖期货居间人，制约行业长久健康发展；(3)部分投资者过度信赖期货居间人，造成潜在风险隐患。(4)居间人素质良莠不齐。

所以黄金期货投资者在选择代理机构时，在与黄金期货居间人打交道时一定要考虑到上述风险。只有这样才能便于后面环节的展开，否则还将会为后面的各个环节埋下隐患。

(二)市场风险

所谓的市场风险是指资产因价格、利率、汇率等的变动而导致价值未预料到的潜在损失的风险。主要有以下几种：首先，长期趋势与短期价格波动不一致引发的风险。这样的风险来自买入开仓时机的不当。例如在开仓时刚好是波段高位，当价格大幅下挫后，由于交易规则的强制性，投资者只能被迫卖出平仓，亏损不说，还享受不到接下来的反弹。由于价格是期货合约中的唯一变量，价格风险就成为黄金期货市场风险的主要表现形式，期货市场风险蕴藏于期货价格波动之中。价格波动是期货市场最直接、最具表象的风险。随着商品交换的复杂化和社会化，市场经济中充满了不确定性，商品价格受供求关系等因素的影响而上下波动。其次，隔夜持仓引发的风险。由于国内外市场交易时间的差异性，北京时间的夜晚，恰恰是国外市场的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易高峰期，也是黄金价格波动幅度最大的时候。隔夜持仓风险特别容易发生在多空双方都对后市缺乏方向感，使得双方陷入多空因素的焦灼状态。在没有更明确的消息出现之前，多空双方均不愿过分的推动价格向一个方向变动，以至于使得黄金期货市场走势出现无序的波动，造成期金价格走势缺乏连续性，这样投资者很难把握黄金期价的涨跌节奏。同时，投资者还应注意突发事件引发的风险。国际国内突发的政治、经济危机、汇率的变化、恐怖袭击、天气的异常变化都会在短期内造成商品期货的剧烈波动。例如，2007 年 8 月 16 日，美国次级债风波冲击市场，黄金价格大幅下挫。突发事件是金融市场上发生的不确定事件，它的发生具有不可预期性。在突发性事件发生后要充分分析事件对未来期金价格走势的影响，要明确这种影响是短期还是长期的，这样有利于投资者根据最新形势作出判断并决定后面的投资决策。如果突发性事件的影响是暂时的，那么注意力应该重回到基本面和技术面的分析。

（三）流动性风险

流动性风险分为资产流动性风险和融资流动性风险。其中，机构投资者有可能面临资产流动性风险，首先是一旦市场深度不够（持仓量较少），那么机构投资者可能无法在预期价位上按计划建立充足的头寸，从而增加建仓成本；其次，当市场出现急剧变化，在流动性不充分情况下，可能导致持有较大头寸的机构无法快速调整持仓。最后一种可能风险是，由于黄金期货在到期交割日的成交会极度萎缩，对那些不想通过交割方式结束头寸的机构，如果在此日仍持有较大头寸的话，那可能面临难以处理的风险。而流动性风险的另一种表现则是融资流动性风险。实际上，在期货市场上，当市场价格向自己头寸不利方向发展时，如果此时机构出现现金储备不足，那么就可能非常被动。

（四）交易风险

黄金期货市场的风险是多种多样的，与投资者最密切相关的风险是交易亏损风险。导致黄金期货交易风险的因素主要有三个，即逆市、重仓、死捂。对于从证券市场转入期货市场的投资者来说，重仓和死捂股票是他们的典型特征。也因为如此，需要对期金的交易风险以及控制交易风险的方法有所掌握和认识。一般来说，黄金期货交易存在以下几方面的风险：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 后市判断错误的风险

黄金期货交易和其他期货品种交易一样，有别于股票交易的一个重要特点是有做空机制。即该品种无论涨跌都有盈利的机会，前提是我们对后市判断准确。这里所指的后市可以是入市后的几分钟、几小时、几天、几周，判断错误导致的后果是资金的亏损。这类风险的发生，主要是投资者对趋势判断的错误。一般情况下，没有条件对基本面作深入分析的投资者，应该把握判断趋势的指标的应用，主要是均线系统的应用。按照均线系统操作，不会出现大的亏损。

2. 入市时机错误的风险

所谓入场时机错误的风险，就是说，即使投资者对后期大势判断准确，也可能因为入场时机选择的错误而导致入场就亏损，从而对操作心理产生负面的影响。最后的入场时机并不是行情图表上的最高点和最低点，因为我们很难保证每次操作都在顶底入场。而顶底只有一次，也就是说，在牛市中，你长线抛空的机会只有一次，而做多成功的机会则有 N 次之多。投资者应该耐心等待图表上顶底信号或形态的出现。

3. 仓位过重的风险

黄金期货交易的保证金制度，决定了该品种交易的赢利和亏损都被有效地放大。你用 7% 的资金购买价值 100% 的商品期货合约，赢利和亏损都有可能远远的超过你开仓前账户上的保证金，这是期货交易的风险所在，也是期货交易的魅力所在。仓位过重的风险在建仓早期对投资者伤害相当大。当你判断行情转势上涨时，不要一次重仓介入。可以小单介入持有，以防最后一次打压对你信心的伤害和打击。

4. 在交易过程还可能出现交易账号和交易密码被盗的风险

这种小疏忽，会造成大损失。盗窃人利用对敲手法损害客户利益的案件，近两年，随着网上交易方式的广泛应用，利用网络技术盗取客户资金案件时有发生，2003 年某期货公司就发现过一起。因此投资者在具体交易过程中一定要注意这种风险，千万不能掉以轻心。否则将会造成巨大的损失。

（五）法律风险

法律风险，即指交易对手不具备法律或监管部门授予的交易权利而导致的损失的可能性。法律风险往往伴随着信用风险，即由于交易对手违约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而导致的损失的可能性。我国的黄金市场开放时间不长，最早以2002年上海黄金交易所建立作为标志，随后在2003年国家取消关于黄金市场若干行政审批项目，中国黄金市场全面开放并进入快速发展期。由于相关配套法律法规的建立和完善需要较长时间，目前黄金民间运营方面的监管是不足的，各类金融民营公司群雄并起，提供金融类服务，局面较为混乱。2007年4月15日《期货管理条例》推出，明确规定保证金低于20%的电子交易属变相期货，法律框架正慢慢改进。民间一些黄金公司由于实力相对弱小，如果不是期货经纪公司或上海黄金交易所会员，资金安全则得不到保障，信用违约风险相当大，客户很可能被要求强行平仓，造成巨大损失。对于此类风险，投资者最好选择具有交易资格认证的大型期货公司、上海黄金交易所会员单位以及商业银行推出的黄金投资产品，由于它们受证监会或银监会监管，资金存管安全，不存在信用违约风险。另外，国外黄金交易品种也是有正式通道的，目前一些大型期货公司，如南华期货等已设立香港分部，同时受大陆和香港监管机构监管，投资者可以通过这些公司做COMEX、TOCOM以及香港的黄金交易品种。

对于那些并不了解期货的黄金投资者成为期货公司的客户，他们对期货公司与自己的权利并没有完全理解。特别是客户透支交易以及强行平仓带来的纠纷更是投资者比较关心的法律问题。期货交易是保证金交易，本身的风险非常大，而如果客户要求透支，就会进一步扩大风险。于学会说，目前法律对此要求最为严格。1995年最高法院的司法解释是：当客户与期货公司有约定的，按约定执行；没约定的，由期货公司承担损失。从规定上看，这对期货公司不利。最近的司法解释不要求期货公司承担全部损失，而是赔偿总额的80%。被动透支是透支交易的一种，是指由于价格的波动使投资者出现保证金不足的情况。司法解释中将被动透支也视为透支，保证金不足，期货公司就必须进行强行平仓。如果出现被动透支，客户与期货公司有书面协议的，则按协议执行；但是如果出现穿仓，损失仍由期货公司承担。透支交易对期货公司很危险，在2006年和2007年期货行业都发生过类似的案例。现在很多客户以赌徒心态来参与期货，利用期货公司业务拓展之机要求透支交易。由于客户一旦穿仓，期货公司就要进行赔偿，因此，这种情况导致客户与期货公司之间纠纷不断。

强行平仓是期货市场中独特的交易机制，是期货公司在违反客户意愿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下为控制风险而采取的单方面的行为。强行平仓让很多投资者难以接受。在西方国家,强行平仓是期货公司控制风险的终极手段,使用之时非常谨慎,不到万不得已不会用。而中国的期货法律和国外不一样。我国的司法解释是:当客户保证金不足时,期货公司就应当强行平仓,该平不平,造成的损失由期货公司承担。这导致期货公司频繁使用强行平仓手段。这在期货界引起了一个具有争议的话题:强行平仓究竟是期货公司的权利,还是义务?

如果强行平仓是期货公司的义务的话,公司应该与客户谈判,要求客户追加保证金;而如果强行平仓是期货公司的权利的话,期货公司就可以直接平仓。法律规定,当客户出现保证金不足的情况,期货公司应提前告之客户追加保证金,追加不上的再进行平仓。目前,期货公司通知客户的主要方式是每天一次的结算,但盘中交易变化太快,有时公司来不及通知客户。与其他期货品种相比,面市不久的黄金期货更容易受外界影响而出现暴涨暴跌的情况。如果黄金期货在盘中出现的问题是非常危险的,则期货公司很有可能来不及通知客户就强行平仓了。

(六)暴涨暴跌风险

即由于金融市场产品(金价)大幅波动带来的金融资产损失的可能性,尤其是对期货期权类交易。我国黄金市场投资者绝大部份是股民转化过来的,并没有交易高杠杆衍生品的经验。他们没有做空和杠杆交易的概念,对黄金期货和上海黄金交易所的现货延迟交收业务的风险认识不足,导致损失惨重。2008 年 1 月 9 日黄金期货上市首日,期现价差相差达到 25 元/克,由于当时股市盛行“打新股”,而且黄金正处于史无前例的长期大牛市中,不少投资者在如此不合理价差下冲进市场做多。结果在当天及随后几天,在黄金现货市场和国外黄金期货市场都上涨的情况下,黄金期货主力合约 0806 大幅下挫达 10% 左右。如果是满仓操作,不到三天就暴仓了,即本金全部亏完了,这种风险不同于股票市场的风险。高德黄金在国际市场上暴仓,同样是与高杠杆产生的金融风险有关。从客观上来看,2008 年 7 月中旬以来的这一轮暴跌,从最高 988.2 至最低 977 美元/盎司(国际黄金现货价),跌幅为 21.8%,如果相对本金把杠杆设在 5 倍,就全部亏完了。

在进行黄金期货投资的时候,面临着各种各样的风险,而且每一种风险都有各自的特点,所以投资者在进入这个市场的时候,一定要充分意识到存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在的风险，以及风险可能带来的损失。总之，要学会识别风险，只有做到正确认识它，才能为后面找到有效的控制策略做准备。



第二节　黄金期货投资的风险控制策略

在上一节中，我们已经对投资黄金期货可能面临的主要风险进行了阐述。但是了解风险不是目的，更重要的是要寻找到控制这些风险的策略。只有这样才能在有效控制风险的前提下，减少损失，获得最大收益。

一、代理风险的控制策略

面对代理风险时应该选择具备合法代理资格的期货公司，前面已经提到如果选择不具备代理资格的代理人，将会对后面的环节造成影响。所以在选择代理人之前应当通过证监会、期货行业协会、上海期货交易所、当地证监局等渠道查询相关信息，来为你选择合适的期货经纪公司提供参考，这些都是比较正规的渠道，提供的信息较为真实和可靠。需要提醒广大投资者的是，通过上海期货交易所经纪会员公司参与交易是广大投资者参与黄金期货交易的唯一合法途径。一方面，上期所会员没有二级代理。也就是说，除了上期所的期货经纪会员，任何单位和个人都无资格办理投资者开户业务并代理投资者进行黄金期货交易；另一方面，参与地下炒金活动是非法的，在非法期货交易中，资金和交易的安全无法得到保障。面对当前地下炒金热，而且带来了巨大的风险的状况，提醒投资者应该选择在受到法律保护的市场上进行交易，否则会面临资金损失的风险。

针对期货居间人我们有关部门应该采取措施，加强管理：

1. 由于期货居间人的法律定位是“独立承担基于居间经纪关系所产生的民事责任”的第三方，不隶属期货公司或客户，是社会人，所以对居间人的管理应定位于行业管理范畴，以期货业协会的行业自律管理和证监会的行政监管为主，辅之以期货公司对居间人的关联监管。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 借鉴发达国家期货市场经纪人管理方法，结合我国期货市场的实际情况。我国的期货居间人作为独立承担民事责任的一方，必须加入所在辖区的期货业协会，成为期货业协会的会员，由期货业协会进行资格认证和资格注册后，才可以从事期货居间业务。

3. 期货居间人加入期货业协会，将接受期货业协会的登记备案、网上公示、定期业务知识培训、职业道德教育、年度业绩考评、奖惩等行业管理，并按时缴纳会费。

4. 期货公司只能与期货业协会认可的期货居间人签署居间协议，并不得向未取得期货居间资格的法人或个人发放佣金返还，不同辖区的证监局和辖区内期货业协会应定期联合对期货公司的返佣情况进行检查，对违规的期货公司进行处罚。

5. 期货业协会应为每个居间人设立相应的风险保证金账户，期货公司按月扣出居间人返还的5%—10%上缴期货业协会，保存于相应居间人的风险保证金账户内，用于该居间人出现纠纷等风险事故时对客户或期货公司的补偿。

6. 由期货业协会牵头，期货公司协助，对注册的居间人进行年度诚信考评和交易业绩考评，对诚信考评最好和最差的、所辖客户交易业绩整体盈利的居间人予以公示，提高客户信息透明度，让市场优胜劣汰，逐步优化居间人队伍。对不遵守诚信原则，违反证监会和期货业协会制定的期货居间人行为规范，给投资者或期货公司造成严重损失或恶劣影响的，经证监会和期货业协会查实，可根据期货居间人管理办法，给予行政或经济处罚，直至取消居间人资格，甚至实施市场禁入。

7. 通过有差别的返还政策和其他政策鼓励居间人法人化，让越来越多的居间人由团队化走向法人化，以更加有利于居间人的管理，并提高居间人承担风险和责任的能力，最终实现居间人全部法人化。

8. 学习证券从业人员的管理模式，借鉴发达国家期货市场经纪人管理的制度，逐步实现期货经纪人的分类管理。

二、市场风险的控制策略

（一）熟悉黄金市场特点

黄金市场有别于其他的市场，它有自身特点，投资者要在这个市场上从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事投资活动，那么就要对这个市场的特点有所了解。现代国际黄金市场主要特点主要体现在以下几方面：第一，它是一个多层次的体系。主要包括从事黄金期货、期权交易的期货交易所，从事全球性的现货－远期黄金批发业务的市场。纽约、苏黎士、东京、香港等地的区域性现货市场的特点是以银行、黄金经销商、综合性财团为市场主体，在黄金主要生产国的黄金市场；第二，黄金市场有不同的分工，相互衔接。期货交易所提供的黄金期货、期权交易，提高了整个世界黄金市场的流动性，黄金银行和黄金经纪可以借助这些工具以管理黄金的价格风险。特别是伦敦国际金融中心的地位和发达的银行业务，为黄金场外衍生交易、融资安排，以及中央银行的黄金操作带来便利；第三，黄金的实物流向基本上是由官方机构流向私人持有者。20 世纪 70 年代中后期美国和 IMF 曾经多次拍卖库存黄金，一些黄金主要被私人机构买入，90 年后期官方售金活动明显活跃；第四，各类黄金业务相互交叉、渗透。例如，交易所内交易的和场外交易的衍生工具之间的功能界限越来越模糊，两类交易之间的替代性越来越强。场内期货、期权的标准性，通过会员和黄金银行转化成更加灵活多样的场外合约交易；而场外的活跃交易又增强了场内合约的流动性。

（二）了解交易规则

在进行具体操作的时候还应该了解黄金期货的交易规则，包括合约的规定以及相应的一些规定。主要是要了解黄金期货保证金比例及持仓限额方面的规定（见表 7－1、7－2、7－3）。黄金期货合约的最低交易保证金为合约价值的 7%。

表 7－1　黄金期货合约持仓量变化时的交易保证金收取标准

从进入交割月前第三月的第一个交易日起，当持仓总量（X）达到下列标准时	黄金交易保证金比例
X≤8 万	7%
8 万＜X≤10 万	8%
10 万＜X≤12 万	10%
X＞12 万	12%

注：X 表示某一月份合约的双边持仓总量，单位：手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-2 黄金期货合约上市运行不同阶段的交易保证金收取标准

交易时间段	黄金交易保证金比例
合约挂牌之日起	7%
交割月前第二月的第十个交易日起	10%
交割月前第一月的第一个交易日起	15%
交割月前第一月的第十个交易日起	20%
交割月份的第一个交易日起	30%
最后交易日前二个交易日起	40%

当某黄金期货合约连续三个交易日（即 D1、D2、D3 交易日）的累计涨跌幅（N）达到 10%；或连续四个交易日（即 D1、D2、D3、D4 交易日）的累计涨跌幅（N）达到 12%；或连续五个交易日（即 D1、D2、D3、D4、D5 交易日）的累计涨跌幅（N）达到 14% 时，交易所可以根据市场情况，采取单边或双边、同比例或不同比例、部分会员或全部会员提高交易保证金，限制部分会员或全部会员出金，暂停部分会员或全部会员开新仓，调整涨跌停板幅度，限期平仓，强行平仓等措施中的一种或多种措施，但调整后的涨跌停板幅度不超过 20%。

表 7-3 黄金期货合约在不同时期的限仓比例和持仓限额规定

（单位：手）

	合约挂牌至交割月前第二月的最后一个交易日				交割月前第一月			交割月份		
	某一期货合约持仓量	限仓比例(%)								
		经纪会员	非经纪会员	投资者	经纪会员	非经纪会员	投资者	经纪会员	非经纪会员	投资者
黄金	≥8 万手	15	10	5	900	300	90	300	90	30

注 1：表中某一期货合约持仓量为双向计算，经纪会员、非经纪会员、投资者的持仓限额为单向计算；经纪会员的持仓限额为基数。

注 2：黄金期货合约在进入交割月份后，自然人投资者该黄金期货合约的持仓应当为 0 手。

（三）正确分析市场

在进入这个市场之前，投资者要对这个市场做出正确的分析，考虑到尽可能多的因素，特别是要对影响黄金期货价格的基本因素要有一个比较全面的分析。因为价格波动风险是黄金期货市场的一个主要风险。黄金期货在我国刚刚问世，还没有相关的研究表明它具有价格发现功能或独立的定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价机制。就我国目前的黄金期货价格而言，其行情走势主要比照世界黄金价格走势，特别是受世界最大的黄金市场—伦敦黄金市场的影响较大，因此，国际金价将成为现阶段操作黄金期货的一个重要的参考。除此以外，投资者还要关注影响黄金走势其他因素。主要有黄金需求量、黄金供应量、世界主要货币汇率变化、（特别关注美元汇率）石油供求关系（通过影响货币汇率变化，从而间接作用于黄金价格）、利率、世界通货膨胀压力（黄金是应对通胀的有效工具）、中央银行的干预（各国央行都有一定黄金储备）、股市行情的变化（由于资金具有分流效应）、国际政局动荡与战争。

但投资者必须明白市场是一只集合资金、供求及各种近期因素和远期影响因素而形成的“无形之手”，以上各方面的分析首先要找出近期因素和远期因素的影响，还要分出主要因素和次要因素。即便如此，还要观察上述起作用的因素是否真正转化成了市场上现实的买单或卖单，如果没有转化成市场力量，那么正确的分析也只是“隔岸观火”，这就要求投资者还要掌握一定的市场研判及操作技巧，来化解理论认识上的偏差所造成的风险。

（四）制定合理的投资计划

投资者在入世前，应在充分分析行情之后，制定详细的投资计划。投资计划包括投入金额、行情分析、最坏行情对策等。投资计划应该详细而周密，计划制定好之后要严格执行。要记住在黄金期货市场上可以进行多空操作，因此，投资者在行情看涨时买进，同时又要考虑行情可能下跌，及时地设置好止损。一旦行情跌至止损点，必须果断锁仓或干脆认赔出场，绝不能犹豫不决，更不能把止损点下移。如果行情按预计方向发展，应果断地增加投资。行情出现反转迹象，应及时平仓。黄金期货市场实行强行平仓制度，如果投资者入市后没有合理的预备金，就有可能在行情突变时因预备金不足而被强行平仓，从而蒙受巨大损失。所以投资者在编制投资计划时候，必须合理的确定入市资金与预备资金之间的比例。因此，计划的制定和执行，对风险的控制相当重要。

三、流动性风险的控制策略

（一）影响黄金期货流动性的因素

逐步的改善现状，提升黄金期货市场的流动性，这是降低流动性风险的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最有效措施。当前，主要有五大因素导致国内黄金期货流动性不足：

（1）开盘定价过高，黄金上市日价格定得过高，开盘被推至涨停，之后迅速走低；而许多慕名而来的投资者多是不常操作期货的股民，单一的做多思维使不少人惨被套牢，投资积极性受到挫伤。

（2）交割制度有限制，现行交割制度对投资者有一定限制，投资者买了黄金，不能交割，一旦做多被套不能选择接现货交割，然后寻机会在远月上抛出的策略。这种结果使得投机性不强，导致流动性下降。

（3）中小投资者难参与，主要是因为合约设置阻碍中小投资者参与，投资门槛较高，阻止了小资金的流入。

（4）资金参与兴趣未被激发，一是上海黄金交易所的延期交易仍然吸引了不少资金的参与；再者，国内黄金期货上市后，随着内外盘黄金套利空间缩小，套利盘纷纷获利了结，市场表现趋于平淡。

（5）银行等机构投资者未参与，交易是否活跃，取决于市场各方面资金力量的对比。但期金市场至今仍缺乏资金的推动。市场人士指出，当前期金市场投资者主要由散户构成，以及部分进行套利活动的现货企业，机构资金则较为匮乏。另外，尽管商业银行参与黄金期货投资已获批，但也许碍于体制等原因，至今尚没有真正进入。

要充分分析以上因素，创造条件，逐步消除影响黄金期货市场流动性的因素，这样既能够有效提升整个市场的流动性，又可以有效的减少因为流动性不足带来的风险。

（二）选择交易活跃的合约进行交易

如果投资者选择了不活跃的合约，由于缺乏对头，可能会出现无法及时以当前的价格完成交易，有些投资者开仓之后甚至好多天才能全部出手。这种情况导致的后果是可能减少获利空间，或者增加亏损幅度。而且投资者的精力是有限的，如果兼顾多种合约的买卖，很容易因难以避免的疏漏造成巨大损失。在具体交易中，防范流动性风险的一个有效措施就是选择交易活跃的合约来进行交易，交易活跃的合约就是成交量比较大的合约。根据合约在以后较长时间内的不同情况投入资金，以纵向投资的分散化来代替横向投资的多样化，从而达到控制风险的目的。

一般来说，一个新品种上市之初，由于市场各方参与力量对价格的分析与期盼存在分歧，从而会导致期货价格出现较大偏差，这就为套利资金的进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场创造了条件。黄金期货上市第一天，主力806合约以接近涨停板的230.95元/克开盘，换算成美元约为950美元/盎司，同时当天上海黄金交易所现货黄金价格是208元/克，隔夜纽约黄金期货收盘价是880美元/盎司，价格差异约10%。可见，黄金期货首日的巨量成交，很大程度上是因投机客户对黄金投资和保值的热情与套利者的火爆对垒引发的。

套利者大量入市，使黄金期货价格向合理区间运行，此后连续多日的回落是市场本身对价格修正的过程。而从中国期货市场发展的历史来看，就一个品种交易的活跃性而言，价格下跌过程的交易量显然不如上升过程的交易量。目前市场成交量未能创出新高，一方面是因为国际黄金期货价格连日阴跌及价格空间收窄，使市场人气受到影响，市场做多做空的动能都不够充分；另一方面是投资者经过首日交易洗礼，更显稳健和成熟，他们在等待合适的入场机会。如果黄金期货价格跌破210元/克，投资者则会有更多的参与热情。因而，投资者在合约选择上一定要选择那些交易量比较大，交易活跃的合约来进行交易。这是防止流动性风险的一个具体有效的措施。

（三）避免交易交割月份合约

同时要避免交易交割月份合约，因为这些合约保证金率比较高，容易引发持仓风险，当所持有的合约临近交割月时，要提前移仓或平仓出场。否则无法及时平仓出场，就会造成流动性风险，投资者一定要明确自己所持有合约是否是交割月份的合约。

四、交易风险的控制策略

期货交易的风险管理一般涉及三个方面，即计划交易、资金管理、及时止损。

计划交易是指在期货交易前制定科学的交易计划，对建仓过程、建仓比例、可能性亏损幅度制定相应的方案和策略；交易时，严格执行此计划，严格遵守交易纪律；交易后，及时总结反思该计划。但要使自己的投资能够获得利润，减少损失，不仅取决于投资者是否严格执行交易计划，更重要的还取决于资金管理的能力。

资金管理是指资金的配置问题。其中包括投资组合的设计，多样化的安排，在各个市场上应分配多少资金去投资或冒险，止损指令的用法，报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偿—风险比的权衡，在经历了成功阶段或挫折阶段之后分别采取何种措施，以及是选择保守稳健的交易方式还是大胆积极的方式等等方面。资金管理在期货交易中居于核心地位，它是一个动态的过程，并不是一成不变的，保证金的金额在发生亏损时会逐渐追加。在每一笔交易发生时，由于操作方法不同，所需保证金也不同。投资者应及时了解自己的资金情况，恰当地进行管理，切忌满仓操作，投入交易的资金最好不要超过保证金的 50%，中线投资者投入资金的比例最好不超过保证金的 30%。实际操作中，投资者还应根据各自资金实力、风险偏好以及对所投资品种在历史走势中逆向波动的最大幅度、各种调整幅度出现的概率统计分析，来设置更为合理有效的仓位。

一般而言，期货交易的三个关键要素为价格预测、资金管理与时机选择。可以用最简洁的语言把上述三要素归纳为：价格预测告诉交易者怎么做（买进还是卖出），时机抉择帮助他决定何时做，而资金管理则确定用多少钱做这笔交易。关于价格预测的问题，前面章节已有论述了。实际上，成功的交易除了运用技术分析对市场进行预测外，还包括时机的选择和资金的管理。资金管理分析就是探讨如何合理运用资金以达到风险小、收益高的投资目标问题，而时机分析则是着重研究出入市的时机问题，这在期货市场尤为重要。因而，价格分析、时机选择和资金管理构成一套不可分割的有机整体，是技术分析人士必备的市场工具。我们这里主要讨论后两个方面。

（一）资金管理

期货市场资金管理与风险控制的主要内容是资金分配。有许多问题需要回答和仔细对待：如期货合约如何组合，采取何种分散化原则，每个市场投入多少资金，风险如何，如何使用停止价指令，风险报酬率如何计算，失败或成功后如何交易，保守些还是冒险些等等。

实际交易中，资金帐户的大小、投资组合的搭配、以及在每笔交易中的金额配置等等诸如此类的问题，都能影响到最终的交易成绩。资金管理所解决的问题，事关我们在期货市场的生死存亡。它告诉交易者如何掌握好自己的钱财。作为成功的交易者，谁笑到最后，谁就笑得最好。资金管理恰恰增加了交易者生存下去的机会。

以下我们介绍 J. Murphy 通过 15 年期货交易实践总结出来的经验。需要注意的是，下述的经验总结并非对每个人都是适用的，把它当作一个普遍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适用的方法将是一个错误，它仅仅是个人交易方法的总结。此外，这些经验虽然与期货交易联系在一起，但在作出调整后同样适用于其它交易市场。其一般准则如下：

(1)总投资限制在所有资金的50%以内，另一半资金用于保护，防止意外事件和判断失误。

(2)在某一期货市场投资，合约总值限制在总资金的10%至15%以内，以阻止交易者在一次交易中投入太多资金。若一交易者拥有1000万的资金，则其投入于黄金或绿豆等单一期货市场中的资金应限于100万至150万之间。

(3)在一个期货市场(比如铜或黄金)所承受的风险不能超过总投资的5%。这个5%表示交易者开始交易时，若判断失误所愿意承受的损失，它对确定合约数量和停止价位置至关重要。需指出的是，具体的损失限额应取决于帐户规模的大小。如对小额帐户来说，将损失限制在资本金的1%可能不具有实际可操作性。因为止损限度太紧的话，由于市场价格受各种因素左右，上下频繁波动，可能使你遭受一连串损失。

(4)每一期货市场分组中需交纳的保证金总额限制在总资金的20%至25%以内。这主要用于防止在一种市场分组中投入太多资金。因为同组中的期货市场趋于同向运动，在同组市场中投入全部的资金将违背分散化原则。

以上准则可供交易者修正后使用，喜欢冒险者可以适当提高准则中的数字，而保守者则可适当降低它们。但有一点必须注意，应该采用某种形式的分散化策略，以便由于判断失误而遭受损失时，资金可以得到保护。

还要知道，在交易过程中有些资金是不宜入市的。比如养老金、教育费、借款以及企业日常流动资金等，这些资金都有特定用途，对资金的流动性要求较高，抗风险能力较弱，因此不宜进入黄金期货市场进行投资。因为一旦造成损失，将给资金所有者的生活带来很大的负面影响。总之，进入黄金期货市场的资金最好是闲置的资金或是一些投资机构出于投资组合的需要而将资金投向黄金期货市场。只有这些资金才能较好的抵御风险。

(二)资金管理与风险控制技术的使用经验

1. 分散化技术的使用

无论是期货或股票交易，均可运用分散化策略来限制风险，但在期货市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场中如果过分使用分散化技术，每次交易合约的种类太多，则由于盈利的交易通常较小，故少量盈利交易所得将被大量的亏本交易所抵消。如何处理这一对矛盾，没有完全肯定的答案。MurPhy 的经验是：不在四至六个以上的非相关市场中同时交易。市场负相关性越强，分散程度就会越大。

2. 停止价的使用

使用停止价的主要目的之一在于限制损失。当市场行情产生不利于你的局面时，你能把发生的亏损控制在预定金额之内，不让损失继续扩展下去；你也可以借此抽身退出市场。但及时止损也往往是中小投资者，特别是在证券市场上养成了死捂习惯的投资者难以完成的工作。投资者必须清醒地认识到期货市场风险的放大性，死捂期货带来的实际损失很可能会超过投入的资金，因此，及时止损至关重要。投资者应根据自己的资金实力、心理承受能力以及所交易品种的波动情况设立合理的止损位。

Murphy 极力主张使用停止价，他认为停止价的使用是一种艺术。交易者必须认识到期货市场的反复无常，市场越反复无常，就越应使用停止价。投资者在建立一个投机交易头寸时，都必须清楚地知道何处是退出点（止损点）。但许多人在决定停止价时面临一个两难的处境：①停止价若设在太靠近合约成交价的位置，价格波动幅度稍微大一点，就会碰到停止价而转换成市场价格成交，虽然损失的程度很小，但因此会错过许多获利机会；②若停止价的设立离先前成交价格太远，一般的行情波动不容易碰到停损点，除非价格走势明朗，这种设点法很容易导致较大的亏损。关键在于找到一个折中点，这一点在后面讲时机选择时再展开讨论。

3. 风险报酬率的使用

据统计，期货市场中最好的交易者，在他所有的交易中也仅有 40% 盈利。在如此多的失败中，交易者如何盈利呢？理由很简单，积小失成大赢。由于高杠杆效应，轻微的价格反方向运动都将迫使交易者进行结算，因此必须允许交易者在发现正确的市场方向前探索几次，这就引发了风险报酬率的使用问题。由于许多交易都是亏本的，要获得利润必须保证盈利交易的总额大于亏本交易。许多交易者用风险报酬率来分析。每进行一次潜在的交易，先确定一个收益目标，然后分析若判断失误将可能导致的损失。一般情况下，当风险报酬率大于 3 时才进行交易。一些交易者还使用“概率”来计算风险报酬率，这是基于统计的观点。它假设交易者事先可以确定每次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈亏发生的概率值。“让盈利继续和尽快结束损失”是期货交易的古老格言，许多大盈利都来源于对已捕捉到的较长趋势的执着坚持。一年中获得大盈利的机会很少，必须使这些机会的盈利极大化，才可能保证常盛不衰。故我们应坚持这样的交易策略：在盈利的头寸上做一个长线交易商，在相反的头寸上则做一个短线交易商。

4. 多部位交易的使用

“让盈利继续”，说着容易，做起来难。比如说，你找到了趋势的起点，短期内已产生了较大收益，突然趋势停止，RSI、KD 等技术指标显示超买，且价格图中显示出一些阻力标志，你怎么办？你相信市场仍有上升潜力，但又担心市场若变坏，既得盈利将会损失，你是让盈利继续，还是在一个可能的回挡中结算退出？这一问题经常困扰交易者，解决的办法是进行多部位交易。将所有合约分为两部分，一部分用于追逐趋势，另一部分进行即期交易。追逐趋势部分可将停止价放宽一些，使其有足够的空间应付价格的巩固和回挡。即期交易部分则在短期趋势的涨落中进行结算，若原趋势重新开始，则恢复结算部位。这一做法可解决以上困境。因此，在每次交易中，最好避免进行单张合约交易。

最后，关于保守些还是冒险些的问题，R · J · Teweles 与 C. V · Harlow 认为，成功概率小但交易保守者在长期交易中的盈利要好于成功概率大但交易冒险者。Murphy 也认为，在长期交易中，采用保守方法较为可取。冒险者总是希望短期致富，若交易方向正确，收益很可观；反之，则一败涂地。Murphy 还认为，“平滑”交易，少造峰谷为最佳交易行为倾向，交易者可自己决定自己的交易行为倾向，但都必须认真研究和掌握本书所述的分析技术。另外，当前一阶段交易成功或失败后，你如何调整交易行为倾向？是冒险些，还是保守些，或是维持不变？这一问题看似简单，实难回答。Murphy 认为，每个交易者的交易记录形似价格图，也由一系列峰谷组成，若交易者理财时掌握平衡，则财产图呈上升趋势。最糟糕的情形是盈利后增大合约数量，这种情形极其类似在上升趋势的过度买入市场中再买入合约。明智的做法是在财产图的低谷增大合约数量，即交易亏本后适当增大合约数量。

（三）时机选择

市场价格分析完成后，交易者已经知道自己在期货市场中是买还是卖，通过资金管理分析又考虑好了在每个期货市场中的资金投入量，最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剩一步就是实际买卖合约。由于期货交易必须准确地把握进出时机，这一过程将变得十分困难。这最后一步，即决定进入哪个市场，何时进出，怎样交易，需要对技术因素、资金管理参数和正确使用各种交易指令等进行综合考虑。

时机分析研究日、小时、分钟内的价格运动而非一般价格分析所用的周、月，但所使用的技术工具是相同的。为避免重复，这里仅选一些常见的时机分析工具进行简要介绍。

1. 突破点的利用

这里有三种方式可供交易者选择，在突破发生之前或突破发生时或等到突破发生后价格回稳时进行交易：选择哪种方式或三者结合使用，需要进一步探讨。在突破发生之前交易，若突破如愿地发生，则报酬丰厚，但判断出错的可能性增加；等到实际突破发生时交易，成功的可能性增加，但由于购价太高或卖价太低而免不了遭受损失；若等到突破发生后的回稳再进行交易。虽然保险，但可能错过良机。一种解决的方法是采用多交易部位进行交易，取少量合约在突破发生前交易，加大一定数量在突破发生之时进行交易，再留略多一些等到突破发生后回稳时再进行交易，若交易量较少，决策取决于市场的风险程度和交易者的交易行为倾向，保守的方法是等到突破发生后的回稳时再交易。每个交易者在交易之前必须考虑好这一问题。

2. 支撑线和阻力线的利用

用支撑线和阻力线选择期货市场的进出点，也是一种非常有效的图形分析工具。阻力线的突破是买入新合约的信号，停止价可设置在最近的支撑点。若进行保守交易，最靠近的停止价可设置在实际突破点略为往下一点，作为一个支撑点发生作用。在上升趋势中朝原阻力线的回挡或下降趋势中对原支撑线的反弹可用于产生新交易部位或向盈利部位增加合约。需要牢记的是，支撑线和阻力线是决定停止价位置的最有效工具。同时还应注意，趋势有在大致 10、20、25、50、75、100 处停止上升或下降的倾向，这些位置经常作为“心理”支撑线或阻力线，使用交易指令时应避免正好处于这些数字的位置。

3. 趋势线突破点的利用

这是一个非常有用的早期进出信号。不论你是想取得新部位还是结算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旧部位，重要趋势线的突破都是一个重要的交易信号。当然还要综合考虑其它技术因素。趋势线作为支持线或阻力线发挥作用时，被突破也可以作为市场的进入点，利用上升趋势线买入，利用下降趋势线卖出，这是一个很实用的时机选择策略。

4. 百分比回撤的使用

在上升趋势中，先前上升波的40%至60%回撤可用于产生新的多头部位或追加多头部位。由于我们讨论的是时机选择，故回撤可应用到价格的短期行为。牛市突破后，40%的回折率可能是一个非常有效的买入点。同样，下降趋势中，40%—60%的反弹带是卖出的绝好机会。回撤率还可用于日内图的分析。

5. 价格缺口的使用

K线图中的价格缺口可以非常有效地用于买卖时机的选择。趋势上升后，位于下面的缺口一般起支撑作用，投资者可在缺口的上端或缺口内买入少量合约，并将停止价设在缺口下端。在熊市，位于上面的缺口一般起阻力作用，当回稳至缺口下端或进入缺口内时卖出台约，并将停止价设置在缺口上端。

6. 综合使用技术分析工具

最有效的方法是综合使用各种技术分析工具来进行时机选择。应注意，我们是在对市场进行预测并已经确定买卖行为的基础上来讨论时机选择的，因而我们所要做的只是确定交易的进出点。如果买入信号已经产生，交易者只要考虑如何取得可能的最好价格。假设价格在上升一段时间后回落至40%至60%的区间内，这一区间内存在一条作用明显的支持线或(和)潜在的支持缺口，并进一步假设价格开始形成一种明显的上升趋势。所有技术因素综合考虑，可以提高交易时机选择的质量。一般思路是，在接近支撑线时买入，如果它被突破则迅速结算退出。在下降趋势中，则在靠近阻力线时卖出，若被突破则迅速结算退出。突破重要的下降趋势线且超过前一下降波的最高点时，也可用作买入信号；在上升趋势的回档中，突破重要的上升趋势线可用作卖出信号。

7. 日内图的使用

由于时机分析处理的是短期市场行为，日内图特别有效。在进行日交易时，掌握价格在交易日内的变化，可以帮助交易者决定在已确定要进出市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场后，何时进行买卖最佳。所有的分析技术，诸如形态分析、指标分析、交易量和持仓量分析等都可移植到日内图分析，且变化不大。

8. 日内支点的使用

为了能早些进入市场，一些交易者试图使用支点方法，在市场收盘前先期进入。这一技术由7个支点和4个时间组成。7个支点依次为：昨日最高价、收盘价和最低价，当前最高价、最低价、开盘价和收盘价。4个时间选为开盘时间、开盘后30分钟、交易日中点时间和收盘前35分钟，每一期货市场可适当调整。支点技术仅被交易者用于当相信市场顶部或底部正在形成时，进行时机选择。支点被突破则产生买卖信号，且信号在一天内越晚发生越有效。

五、法律风险的控制策略

法律风险也是进行黄金期货投资中不可忽视的一个环节。投资者要了解期货公司，有效的评价期货公司以规避法律风险，主要考察期货公司是否具有中国证监会许可的期货经纪业务资格、期货中金所会员资格，考察期货公司的商业信誉，考察期货公司的硬件和软件，还要考察期货公司或营业部的服务水平及收费水平。综合考虑这些因素，能够详细的了解其中各环节，可以有效的防止交易有可能产生的法律风险。

同时也需特别注意电子化交易有可能带来的法律风险。因此作为期货经纪公司，就应根据电子化交易的特点及期货交易规则，合理设计电子化交易的管理流程，以防控相应的法律风险。具体而论，主要体现在以下四个方面：

1. 与投资者明确约定电子化交易的形式和彼此的权利义务。期货经纪公司许可投资者使用电子化交易的形式，但却没有与投资者签订电子化交易协议，后来投资者交易亏损，不认可电子化交易的结果，于是引发诉讼。

2. 关于电子化交易的初始密码问题。为了防范这一环节的法律风险，期货经纪公司除了让投资者签署《变更交易密码确认书》之外，还应在交易系统中设置限定条件，即仅凭初始交易密码不能进行交易，而只能作为变更密码程序的钥匙。

3. 电子化交易密码管理不善所引发的问题。交易密码是电子化交易系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统中期货经纪公司与投资者设定的核对程序。一般而言，使用该密码进行交易的法律后果应由密码的设定者和持有者（投资者）来承担。

4. 对于电子交易数据的管理。对于期货经纪公司而言，为便于管理和固定交易结果，仍应在交易的过程中定期让投资者签署确认交易报告书；交易结束后，在办理账户清结手续时，与投资者签订书面的文件，就交易的过程和结果进行最终确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

1. Garman, Sanford and Merton Miller. Liquidity and Market Structure. Journal of Finance[J], vol. June, 1998, pp. 617－633

2. Madhavan, Ananth, Market microstructure: a survey. Jorunal of Financial Markets[J], 2000, 3(3): 205－258

3. Graham Smith. London gold prices and stock price indices in Europe and Japan[J]. The World Gold Council. 2002. 5

4. Maureen O'Hara. Microstucture theory[M]. MarketBlackwell Publishers Inc, 1995. 2

5.（美）康斯坦丝著·布朗著．技术分析入门[M]．徐寒译．中国青年出版社，2008. 1

6.（美）詹姆斯·图克(James Turk)，（美）约翰·鲁比诺(John Rubino)著．王林艳译．黄金牛：后美元时代的投资指南[M]．南海出版公司，2009. 3

7.（美）彼得·L. 伯恩斯坦(Peter L. Bernstein)著．黄磊，郑佩芸译．黄金简史[M]．上海财经大学出版社，2008. 8

8.（英）约翰·加德纳(John Gardner)著．刘建宏译．黄金眼[M]．陕西师范大学出版社，2008. 10

9. [澳]周里昂(Leon Zhou)主编．黄金投资入门[M]．中国经济出版社，2003. 2

10.（美）特里芬著．黄金与美元危机：自由兑换的未来[M]．商务印书馆，1997. 12

11.（美）托德·洛夫顿(Todd Lofton)著．王建民译．期货交易入门[M]．中国青年出版社，2008. 6

12.（美）约翰·赫尔(John C. Hull)著．期权、期货和其他衍生品（英文第5版）[M]．清华大学出版社，2006. 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13. (美)罗伯特.D. 爱德华[美]约翰. 迈吉著. 李诗林译. 股市趋势分析(第8版)[M]. 中国发展出版社,2004.2

14. (日)木原大辅著. 胡岳岷,赵儒煜,刘淑梅译. 期货入门与技巧[M]. 科学出版社,2008.2

15. (美)哈德迪(Hadady,R. Earl)著. 反向意见:期货市场盈利的心理分析[M]. 上海财经大学出版社,2007.8

16. (美)瑙泽·J. 鲍尔绍拉(Nauzer J. Balsara)著. 肖成,荣军. 期货交易者资金管理策略[M]. 上海财经大学出版社,2007.8

17. (美)马丁·J·普林格(Martin J. Pring)著. 技术分析精论[M]. 经济科学出版社,2000.2

18. (日)高田弘法著. 期货交易技术分析. 周祖香译.[M]. 上海教育出版社,1994.4

19. (美)马丁·普林格(Martin J. Pring)著. 技术分析基础教程[M]. 海南出版社,2002.5

20. (美)史蒂文·阿基里斯(Steven B. Achelis)著. 技术分析 A～Z[M]. 中国财政经济出版社,2004.3

21. (美)约翰·墨菲著. 丁圣元译. 期货市场技术分析[M]. 地震出版社,1997.1

22. (日)林康史编著. 技术分析精解:正确把握行情的方法[M]. 东北财经大学出版社,1999.2

23. 周奇风编著. 黄金期货与选择权交易[M]. 中国金融出版社,1993.10

24. 谢识予编著. 经济博弈论[M]. 复旦大学出版社[M],1997.6

25. 郑超文编著. 技术分析详解[M]. 复旦大学出版社,1993.9

26. 刘红忠,蒋冠主编. 金融市场学[M]. 上海财经大学出版社,2006.3

27. 宋晓燕编著. 黄金战争:历史变局中的财富游戏[M]. 人民邮电出版社,2009.4

28. 恽起,恽飞编著. 黄金期货交易入门[M]. 中国金融出版社,2008.10

29. 张鹤编著,黄金投资赚钱法:黄金投资致富秘诀[M]. 机械工业出版社,2009.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30. 魏强斌，欧阳傲杰著，黄金高胜算交易：解密黄金交易的行为因素和驱动因素[M]. 经济管理出版社，2009.1

31. 文竹居士，王雯著. 黄金投资与黄金期货[M]. 地震出版社，2009.1

32. 韩唐编著. 黄金家族：成吉思汗及其子孙的帝国与生活[M]. 哈尔滨出版社，2009.1

33. 林贤治，肖建国著. 黄金时代[M]. 花城出版社，2008.6

34. 北京大陆桥文化传媒编译. 黄金之路[M]. 中国青年出版社，2009.2

35. 周洁卿著. 黄金和黄金市场：投资价值的认识与实践[M]. 学林出版社，2008.12

36. 姜昌武编著. 赢在金市：黄金投资宝典[M]. 中国金融出版社，2008.1

37. 杨雨山著. 黄金卖场：有效提升卖场业绩的100个细节[M]. 清华大学出版社，2008.10

38. 沈伟编著. 黄金投资指南：与黄金牛市一起成长[M]. 中国金融出版社，2008.7

39. 秭睿编著. 黄金法则全集：181个生活与工作中无处不在的潜规则[M]. 北京邮电大学出版社，2008.7

40. 红霞编著. 黄金投资实战指南[M]. 经济管理出版社，2007.1

41. 覃维桓著. 黄金投资入门与技巧[M]. 经济管理出版社，2007.12

42. 红霞编著. 黄金投资实战指南[M]. 经济管理出版社，2007.1

43. 高彦嵩主编. 黄金期货入市必读全书[M]. 化学工业出版社，2008.5

44. 林存木著. 黄金与期货投资[M]. 万源财经资讯公司，1988.2

45. 方世杰编译. 黄金投资与期货买卖[M]. 书泉出版社，民国77.9[1988.9]

46. 王鲁彦著. 黄金[M]. 江西人民出版社，1983.8

47. 朱国华，褚玦海主编. 期货市场学[M]. 上海财经大学出版社，2008.7

48. 方志，沈良著. 期货兵法[M]. 中国经济出版社，2008.9

49. 徐洪才主编. 期货投资学[M]. 首都经济贸易大学出版社，2008.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50. 丑洁明编著．期货交易——市场、产品与操作[M]．中国人事出版社,2007.8

51. 徐毅著．期货市场结算风险管理研究[M]．经济科学出版社,2008.4

52. 常清主编．期货投资实战策略[M]．教育科学出版社,2009.8

53. 朱国华,褚玦海编．期货投资学:理论与实务[M]．上海财经大学出版社,2006.7

54. 曾国龙编著．期货基础技术分析:股票适用[M]．台北国际商学出版社,1989.4

55. 胡俞越,李敏著．期货投资技巧与实例分析[M]．文津出版社,1994.2

56. 雷良海,王向阳编著．期货交易原理与操作诀窍[M]．上海科学技术文献出版社,1994.3

57. 朱国华等编著．期货交易知识与技巧[M]．上海人民出版社,1993.10

58. 田源等主编．期货交易全书[M]．中国大百科全书出版社,1993.8

59. 刘鸿编著．期货交易市场与运作技巧[M]．西南财经大学出版社,1993.9

60. 路透(Reuters)编．技术分析导论[M][英]．北京大学出版社,2001.8

61. 闻铭,蒋义行著．技术分析实战精要[M]．地震出版社,2007.1

62. 孟弘熹著．技术分析指标详解[M]．广东经济出版社,2006.12

63. 黄栢中著．技术分析原理:金融分析指标及买卖系统大全[M]．经济科学出版社,2004.1

64. 林瑞芬著．技术分析全攻略[M]．广东经济出版社,2007.6

65. 何志刚等．股票、期货市场技术分析[M]．江西高校出版社,1995.7

66. 马广奇著．资本市场博弈论[M]．上海财经大学出版社,2006.1

67. 高辉．中国上海燃料油期货定价模型研究．[J]石油化工技术经济,2005,第22卷

68. 刘勃．国内外铜期货价格与国内铜现货价格动态关系实证研究．[J]华北金融,2007年第7期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

69. 刘铁芳,迟国泰,余方平,孙韶红,王玉刚. 基于 GARCH－EWMA 的期货价格预测模型. 哈尔滨工业大学报[J]. Vol. 38 No. 9

70. 王骏,张宗成. 基于 VAR 模型的中国农产品期货价格发现的研究. 管理学报[J]. Vol. 2 No. 6 Nov. 2005

71. 龙梅,吉余峰. 基于模糊技术的期货价格预测模型. 东华大学学报[J]. Vol. 33 No. 6 Dec. 2007

72. 祝金荣. 基于支持向量机的石油期货价格预测. 工业技术经济[J]. Vol. 26 No. 2 Feb. 2007

73. 李海英,马卫锋,罗婷. 上海燃料油期货价格发现功能研究—基于 GS 模型的实证分析. [J] 财贸研究 2007. 2

74. 周洁卿. 中国黄金市场研究[M]. 上海三联书店,2002. 9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

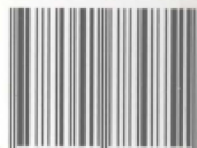
GOLD FUTURES INVESTMENT

本书对黄金投资市场有细致的描述，对黄金期货术语有清晰的定义，全面系统地分析了黄金期货投资策略、定价机制、风险控制等内容，力图涵盖真实黄金期货投资的各个方面。全书充满作者对黄金期货市场的深度见解、实践建议，同时就具体投资时面临的复杂问题提供指导，以使黄金期货投资者轻松踏上成功之路。

INTRODUCTION
AND
IMPROVEMENT

建议上架：个人理财

ISBN 978-7-5017-8485-1



定价：36.00元